

**TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**HAZİNE İŞLEMLERİ VE FONKSİYONLARI:
TÜRKİYE UYGULAMASI**

**OKAN SÜLER
05710004**

**TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. GÜLSÜN YAY**

**İSTANBUL
2014**

TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZİNE İŞLEMLERİ VE FONKSİYONLARI:
TÜRKİYE UYGULAMASI

OKAN SÜLER
05710004

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 06/03/2014
Tezin Savunulduğu Tarih: 28/04/2014

Tez Oy birliği/Oy çokluğu ile başarılı bulunmuştur.

	Unvan Ad Soyad	İmza
Tez Danışmanı:	Prof. Dr. Gülsün Yay	
Jüri Üyeleri :	Prof. Dr. Hülya Kirmanoğlu	
	Doç. Dr. Meral Uzunöz	

İSTANBUL
MART, 2014

ÖZ

HAZİNE İŞLEMLERİ VE FONKSİYONLARI: TÜRKİYE UYGULAMASI

Okan Süler

Mart, 2014

Bütçelerin etkin bir şekilde uygulanabilmesi ve kamu mali varlık ve yükümlülüklerinin iyi bir şekilde yönetilebilmesi, ülke hükümetlerinin en önemli amaçlarından biridir. Çünkü; hükümetler ancak bu amaçla maliye politikası hedeflerine ulaşabilirler. Bu amaçların gerçekleştirilmesi ile yakından ilgili oldukları için hazine fonksiyonları son derece önemlidir. Bu çalışmanın amacı; ülkemizde gerçekleştirilen hazine fonksiyonlarını uluslararası en iyi uygulamalar doğrultusunda değerlendirmektir.

Bu çalışmada ilk olarak Türk Hazine Sisteminin merkezileşme derecesi, Tanderg tarafından geliştirilen değer zinciri modeli çerçevesinde Brezilya ve Norveç Hazinesi ile karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir. Değerlendirme sonucunda Türk Hazine sisteminin Norveç Hazinesine göre daha merkezi olduğu, ancak Brezilya hazine sistemine göre ise daha az merkezileşme derecesine sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışmamızda ikinci olarak riske maruz değer yöntemi açıklanmış ve Türkiye'nin dış borç stokunun piyasa riskine maruziyeti değerlendirilmiştir. Model sonuçlarına göre, dış borç stoku için yen para birimine daha fazla odaklanan stratejilerin kur riskine karşı daha fazla duyarlı olduğu, euro para birimine odaklanan stratejilerin ise daha fazla koruma sağlayacağı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hazine fonksiyonları, borç yönetimi, nakit yönetimi, varlık yönetimi, değer zinciri modeli, riske maruz değer (RMD) yöntemi.

ABSTRACT

TREASURY TRANSACTIONS AND FUNCTIONS: TURKISH CASE

Okan Süler

Mart, 2014

The efficient implementation of the budgets and the sound management of the public financial assets and liabilities are the one of the most important objectives of the governments. Because, the governments can achieve the goals of the fiscal policy by these objectives. The treasury functions are particularly important since they are closely related to the achievement of these objectives. The purpose of this study is to evaluate the treasury functions carried out in Turkey in respect of the international best practices.

In this study firstly, the degree of the centralisation of the Turkish treasury system was evaluated comparatively with the Brazil and Norway Treasuries under the value chain model developed by Tandberg. It was concluded that while Turkish treasury system are more centralised than the Norway treasury system, it is less centralised than Brazil treasury system.

Secondly, in our study Value at Risk methods were explained and local and foreign debt stock of the Turkey was evaluated in relation to susceptibility to the market risk under this model. According to the result of the model, it was concluded that the strategies which focuses on the yen currency prone to the currency risk and that the strategies which focuses on the euro currency provide more hedging from the currency risk.

Keywords: Treasury functions, debt management, cash management, asset management, value chain model, value at risk (VAR) method.

ÖNSÖZ

Hükümetlerin bütçelerini etkin bir şekilde yönetmelerinde ve maliye politikası hedeflerine ulaşabilmelerinde hazine işlemleri büyük önem taşımaktadır. Çalışmamızda özetle; hazine işlemleri kapsamında nakit yönetimi, borç yönetimi ve varlık yönetimi fonksiyonlarının uluslararası uygulamalarına ve bu çerçevede Türkiye’de gerçekleştirilen hazine işlemlerine değindikten sonra Türk kamu mali sisteminin merkezileşme derecesi ile riske maruz değer modeli çerçevesinde kamu dış borç stokunun kur riskine karşı olan duyarlılığını ölçmeye çalıştık.

Tez çalışması esnasında konu seçiminden, tez konusunun araştırılıp uygulanmasına ve sonuçlandırılmasına kadar olan süreçte zamanı, bilgisi ve tecrübesi ile her türlü desteği sağlayan, tez hocam Prof. Dr. Gülsün Yay’a içten teşekkürlerimi sunmak istiyorum.

Tez hazırlama sürecinde bilgi ve görüşlerini paylaşarak destek olan eşim Sn. Gamze Yudum Süler’e teşekkürlerimi sunarım. Son olarak, maddi ve manevi desteğini hiçbir zaman esirgemeyen aileme de teşekkür etmek istiyorum.

İstanbul; Mart, 2014.

Okan Süler

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR	xiii
1. GİRİŞ	1
2. TÜRK HAZİNESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ	7
2.1. Cumhuriyet Öncesi Hazine Teşkilatı ve Fonksiyonları	7
2.2. Cumhuriyet Dönemi Türk Hazinesinin Gelişimi	9
2.3. Mevcut Durum: Hazine Müsteşarlığı Teşkilat Yapısı ve Görevleri	10
3. MODERN HAZİNE YÖNETİMİ VE TÜRKİYE	14
3.1. Nakit Yönetimi Fonksiyonu	14
3.1.1. Nakit Yönetiminin Tanımı ve Amaçları	15
3.1.2. Nakit Yönetiminin Unsurları	16
3.1.2.1. Hazine Tek Hesabı (HTH) Yapısının Kurulması	17
3.1.2.2. Nakit Yönetimi Kapsamının Açık Şekilde Tanımlanması	19
3.1.2.3. Kısa Vadeli Nakit Akımlarının Doğru Tahmini	20
3.1.2.4. Yeterli Seviyede İşlem Gerçekleştirme ve Muhasebe Çerçevesi	20

3.1.2.5. Hazine ile Gelir ve Harcamacı Birimler Arasında Bilgi Paylaşımı ..	20
3.1.2.6. Uygun Kurumsal Düzenlemelerin Yapılması	20
3.1.2.7. Modern Bankacılık Sistemlerinden Yararlanılması	21
3.1.2.8. Nakit Yönetiminde Kısa Vadeli Finansal Araçların Kullanımı	22
3.1.2.9. Borç ve Nakit Yönetiminin Entegrasyonu	23
3.1.3. Türkiye’de Nakit Yönetimi	23
3.1.3.1. Hazine Tek Hesabının Oluşturulması	24
3.1.3.2. Nakit Yönetiminin Kapsamı	27
3.1.3.3. Kısa Vadeli Nakit Akımlarının Tahmini.....	31
3.1.3.4. Yeterli Seviyede İşlem Gerçekleştirme.....	32
3.1.3.5. Hazine ile Gelir ve Harcamacı İdareler Arasında Bilgi Paylaşımı ...	33
3.1.3.6. Kurumsal Düzenlemelerin Yapılması	33
3.1.3.7. Modern Bankacılık Tekniklerinden Yararlanılması.....	34
3.1.3.8. Kısa Vadeli Piyasa Araçlarının Kullanımı.....	35
3.1.3.9. Nakit ve Borç Yönetiminin Entegrasyonu	36
3.2. Borç (Yükümlülük) Yönetimi Fonksiyonu	36
3.2.1. Kamu Borç Yönetiminin Temel İlkeleri	38
3.2.1.1. Borç Yönetiminin Amaç ve Kapsamının Belirlenmesi.....	39
3.2.1.2. Para ve Maliye Politikaları ile Koordinasyon	42
3.2.1.3. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik İlkesi	46
3.2.1.4. Kurumsal Çerçevenin Oluşturulması	48
3.2.1.5. Borç Yönetimi Stratejisinin Belirlenmesi	50
3.2.1.6. Risk Yönetimi Çerçevesinin Oluşturulması.....	55
3.2.1.7. Kamu Borçlanma Senetleri Piyasasının Geliştirilmesi	64
3.2.2. Türkiye’de Borç Yönetimi İşlemlerinin Değerlendirilmesi.....	68
3.2.2.1. Borç Yönetiminin Amacı	69

3.2.2.2. Borç Yönetiminin Kapsamı	69
3.2.2.3. Para ve Maliye Politikaları ile Koordinasyon	72
3.2.2.4. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik	72
3.2.2.5. Kurumsal Yapılanma	73
3.2.2.6. Borç Yönetimi Stratejisinin Oluşturulması	75
3.2.2.7. Risk Yönetimi Çerçevesi	86
3.2.2.8. Devlet Borçlanma Piyasalarının Gelişimi	96
3.3. Varlık Yönetimi Fonksiyonu	101
3.3.1. Alacak Yönetimi	101
3.3.1.1. Hazine Açısından Alacak Doğuran İşlemler	101
3.3.1.2. Hazine Alacak Yönetimi	105
3.3.1.3. Hazine Alacak Verileri	107
3.3.2. Kamu Sermaye Paylarının Yönetimi	108
3.3.2.1. Uluslararası Uygulamalarda Kamu İşletmeleri	108
3.3.2.2. Ülkemiz Uygulamasında Kamu İşletmeleri	111
3.3.2.3. Hazine ile Kamu İşletmeleri İlişkisi	116
3.3.2.4. Hazine ile Eximbank Arasındaki İlişki	119
3.3.2.5. Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Mali Performansları	120
3.3.2.6. Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren Kamu İşletmeleri	124
4. TÜRK HAZİNE SİSTEMİNİN MERKEZİLEŞME DERECESİ	130
4.1. Hazine Değer Zinciri Yaklaşımı	130
4.2. Merkezileşmenin Ölçümü	133
4.3. Türk Hazine Sisteminin Karşılaştırmalı Değerlendirmesi	134
4.3.1. Brezilya Kamu Mali Yönetimi ve Hazine Sistemi	134
4.3.2. Norveç Hazine Sistemi	138
4.3.3. Türk Kamu Mali Yönetimi ve Hazine Sistemi	139

4.3.3.1. Bütçe Hazırlama ve Mali Planlama Fonksiyonu.....	139
4.3.3.2. Harcama Öncesi Taahhüt Kontrolü Fonksiyonu.....	142
4.3.3.3. Nakit ve Varlık Yönetimi Fonksiyonu.....	143
4.3.3.4. Borç Yönetimi Fonksiyonu.....	144
4.3.3.5. Muhasebe ve Ödeme Fonksiyonu.....	145
4.3.3.6. İç Denetim Fonksiyonu.....	146
4.3.3.7. Bilgi İşlem ve Mali Raporlama Fonksiyonu.....	147
4.3.3.8. Kurumsal Çerçeve.....	148
4.4. Türk Hazine Sisteminin Merkezileşme Derecesinin Değerlendirilmesi.....	148
5. RİSKE MARUZ DEĞER: BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ.....	151
5.1. Riske Maruz Değer Kavramı.....	151
5.2. Riske Maruz Değer Hesaplama Yöntemleri.....	152
5.2.1. Varyans - Kovaryans Yöntemi.....	153
5.2.2. Tarihi Simülasyon Yöntemi.....	156
5.2.3. Monte-Carlo Simülasyon Yöntemi.....	156
5.3. Riske Maruz Değer: Türkiye Uygulaması.....	158
5.3.1. Varyans - Kovaryans Yöntemi.....	158
5.3.2. Tarihi Simülasyon Yöntemi.....	162
6. SONUÇ.....	164
KAYNAKÇA.....	167
EKLER.....	173
Ek 1. Merkez Bankası Günlük Döviz Alış Kurları ve Logaritmik Getiriler.....	173
Ek 2. Tarihi Simülasyon Yöntemi Merkez Bankası Döviz Alış Kurları.....	186
ÖZGEÇMİŞ.....	199

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Özel Bütçeli ve Düzenleyici Kurumların 2013 Yılı Bütçe Tahminleri	30
Tablo 2: Borçlanmaya İlişkin 2013 Yılı Limitleri	74
Tablo 3: 2007 -2013 Yılları Arası Nakit İç Borçlanmanın Enstrüman Dağılımı.....	78
Tablo 4: Yıllar İtibarıyla Hazine Finansman Durumu	79
Tablo 5: Merkezi Yönetim Dış Borç Stokuna İlişkin Vadeye Kalan Süreler (Yıl) ..	80
Tablo 6: Sağlanan Proje Kredilerinin Kaynaklarına Göre Dağılımı (%)	82
Tablo 7: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Faiz Yapısı (%).....	83
Tablo 8: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Yıl)....	83
Tablo 9: Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (%).....	84
Tablo 10: Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu	85
Tablo 11: Kredi Derecelendirme Modeli Notları	92
Tablo 12: Garantili Dış Borç Stokunun Borçlu Dağılımı (Milyon Dolar).....	93
Tablo 13: Garantili Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)	93
Tablo 14: 2012 Yılı Hazine Garantili Kredi Geri Ödemeleri.....	94
Tablo 15: Üstlenim Oranının 2006-2013 Yılları Arasındaki Gelişimi	94
Tablo 16: Türkiye Net Dış Borç Stoku	95
Tablo 17: 2009 -2011 Yılları Arasında İhraç Yöntemlerinin Dağılımı (%)	99
Tablo 18: Alım-Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık.....	101
Tablo 19: Üstlenilen Hazine Garantili Krediler (Milyon ABD Doları)	103
Tablo 20: İkrazlardan Doğan Alacaklar (Bin TL).....	104
Tablo 21: Hazine Alacak Stoku (Milyon TL)	108

Tablo 22: Vadesi Geçmiş Alacak Stokunun Borçlu Cinsinden Dağılımı (%).....	108
Tablo 23: Hazine Portföyünde Yer Alan Kamu İşletmeleri.....	113
Tablo 24: Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Mali Göstergeleri.....	114
Tablo 25: Özelleştirme İdaresi Başkanlığının Portföyü.....	115
Tablo 26: Kamu Sermayeli Bankalar (Milyon TL).....	115
Tablo 27: Hazine Portföyünde Yer Alan İşletmelerin Mali Göstergeleri	121
Tablo 28: Hazine Kamu İşletmelerinin Aktif Yapısı (%)	123
Tablo 29: Hazine Kamu İşletmelerinin Pasif Yapısı (%).....	124
Tablo 30: Üç Ayrı Ülke Grubu İçin Merkezileşme Göstergeleri.....	134
Tablo 31: Brezilya Hazine Sisteminin Merkezileşme Göstergeleri	138
Tablo 32: Norveç Hazine Sisteminin Merkezileşme Göstergeleri.....	139
Tablo 33: Türk Kamu Mali Sisteminin Merkezileşme Derecesi.....	148
Tablo 34: Varyans-Kovaryans Yönteminde Kullanılacak Veriler	159
Tablo 35: Hazine Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu	160
Tablo 36: Varyans – Kovaryans Tablosu.....	160
Tablo 37: Para Birimleri Arasında Korelasyon Katsayıları Tablosu	161
Tablo 38: RMD Yönteminde Kullanılan Para Birimlerinin Standart Sapmaları	161
Tablo 39: Hazine Dış Borç Stoku İçin Varsayımsal Stratejiler	161
Tablo 40: Varsayımsal Stratejiler için Hesaplanan RMD değerleri.....	162
Tablo 41: Tarihsel Verilere Dayalı RMD	163
Tablo 42: Varsayımsal Stratejiler İçin Tarihi Simulasyon Yöntemi Sonuçları	163

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: İç Borçlanmanın Ağırlıklı Ortalama Vadesi (Ay).....	76
Şekil 2: 2013 Yılı İç Borçlanmanın Enstrümanlara Göre Dağılımı (%)	77
Şekil 3: Merkezi Yönetim Bütçesi Kapsamında Dış Kredi Kullanımları	81
Şekil 4: Merkezi Yönetim Bütçesi Kapsamında Proje Kredisi Kullanımları	82
Şekil 5: Vadesi 12 Ay İçinde Dolacak Borcun İç Borç Stoku.....	88
Şekil 6: Faizi 12 Ay İçinde Yenilenecek Borcun TL Borç Stoku İçindeki Payı	88
Şekil 7: Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL/Döviz yapısı	89
Şekil 8: Merkezi Yönetim TL Cinsi İç Borç Stokunun Faiz Kompozisyonu.....	89
Şekil 9: TL Cinsi İç Borç Stokunun Süresi (Yıl).....	90
Şekil 10: Hazine Alacak Stokunun Borçlu Cinsinden Dağılımı.....	107
Şekil 11: IMF Kamu Sektörü Şeması	111
Şekil 12: Türkiye Elektrik Kurulu Gücünün İşletme Bazında Dağılımı (2011).....	126
Şekil 13: Türkiye Elektrik Üretiminin İşletmelere Göre Dağılımı (2011)	127
Şekil 14: Türkiye Elektrik Kurulu Gücünün Kaynaklara Göre Dağılımı (2011)	127

KISALTMALAR

BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BKK	: Bakanlar Kurulu Kararı
BOTAŞ	:Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi
ÇAYKUR	:Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü
DHMI	:Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü
DMO	:Devlet Malzeme Ofisi Genel Müdürlüğü
EBK	:Et ve Balık Kurumu Genel Müdürlüğü
EÜAŞ	:Elektrik Üretim Anonim Şirketi
Eti Maden	:Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü
HTH	:Hazine Tek Hesabı
IMF	: International Monetary Fund
İBB	:İzmit Büyükşehir Belediyesi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KİT	:Kamu İktisadi Teşebbüsü
KOİ	: Kamu Özel İşbirliği
MKEK	:Makine ve Kimya Endüstrisi Kurumu
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
PTT	:Posta ve Telgraf Teşkilatı Genel Müdürlüğü
RMD	:Riske Maruz Değer
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSDF	:Savunma Sanayini Destekleme Fonu
SYDTF	:Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCDD	:Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları İşletmesi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TCZB	:Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası
TEİAŞ	:Türkiye Elektrik İletim Anonim Şirketi
TETAŞ	:Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt Anonim Şirketi
THCH	:Tek Hazine Cari Hesabı
THH	:Tek Hazine Hesabı
TİGEM	:Tarım İşletmeleri Genel Müdürlüğü
TKİ	:Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu
TL	:Türk Lirası
TMO	:Toprak Mahsulleri Ofisi Genel Müdürlüğü
TMSF	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TTK	:Türkiye Taşkömürü Kurumu
TPAO	:Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı
TEMSAN	:Türkiye Elektromekanik Sanayi Genel Müdürlüğü
VAR	:Value at Risk

1. GİRİŞ

Bir ülkede, Hazine işlemlerini yerine getiren birimlerin genel olarak üç temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar; varlık yönetimi, borç (yükümlülük) yönetimi ve nakit yönetimi fonksiyonlarıdır. Varlık yönetimi fonksiyonu, genellikle Hazine alacaklarının yönetimi ile kamu sermayeli kuruluşların mali yönetimi ile ilgilidir. Borç yönetimi fonksiyonu, devlet adına iç ve dış borçlanma işlemlerini yapmak, alınan borçların geri ödemelerini gerçekleştirmek ve belirli bir risk analizi çerçevesinde borç stokunun kompozisyonunu piyasa hareketlerine karşı ayarlamayı amaçlayan bir Hazine fonksiyonudur. Nakit yönetimi ise devletin yıl içinde karşılaştığı geçici nakit açıklarını karşılamayı veya geçici nakit fazlalıklarını değerlendirmeyi amaçlayan ve bu kapsamda para piyasalarında işlem gerçekleştirilmesi fonksiyonudur.

Nakit yönetimi fonksiyonu esasında varlık yönetimi fonksiyonunun ya da yükümlülük yani borç yönetimi fonksiyonunun bir alt fonksiyonu olarak görülebilir. Çünkü nakit yönetimi her iki fonksiyon ile iç içedir. Hazinenin nakit varlıkları devlet bütçesinin aktif kısmında bulunduğu ve aktif varlıklar gibi nemalandırılması gerekebileceğinden Hazine alacakları gibi aktif yönetimi fonksiyonu ile ilişkilidir. Diğer yandan, devlet bütçesi denk olarak hazırlanmış olsa bile yıl içinde nakit gelirler ile nakit giderler arasında geçici uyumsuzluklar yaşanabilmektedir. Söz konusu geçici nakit uyumsuzlukları ise para piyasalarından geçici olarak ve kısa vadeli borçlanmayı gerektirmektedir. Bu çerçevede ise nakit yönetimi fonksiyonu, ana amacı bütçe açığını finanse etmek olan borç yönetimi ile yakın ilişki içinde olmaktadır.

Hazine işlemleri basit olarak devletin geçici nakit dengesizliklerinin ya da devlet bütçe açığının finansmanı olarak düşünülmemelidir. Bu kapsamda düşünüldüğünde hazine fonksiyonları; devlete ait olan ve devletin tahsil ettiği para ve diğer değerlerin muhafaza edilmesi ve gerekli yerlere nakledilmesi gibi nakit yönetimine ilişkin

işlemlerin yanı sıra devlet gelir ve giderleri arasında oluşan geçici dengesizliklerin giderilmesi amacıyla borçlanma yapılmasından ibaret olacaktır.

Hazine işlemlerinin temel fonksiyonlarından biri olan nakit yönetiminin en önemli amacı, şüphesiz ki gelir ve giderler arasındaki dengesizliklerin yer ve zaman itibarıyla denkleştirilmesidir. Aksi durum, devletin vadesi geldiğinde yapması gereken ödemeleri yapamaması demek olacağından, bu durum devlete olan güvenin kaybolmasına neden olacaktır. Bu kapsamda, etkin bir nakit yönetimi harcamaların vadesi geldiğinde gereken nakde ulaşılmasını sağlayarak belirsizliği azaltacaktır. Ancak, bunu yaparken Hazinenin hesaplarına girecek ve hesaplarından çıkacak nakit akımlarını miktar ve zaman olarak doğru bir şekilde tahmin etmesi gerekecektir. Dolayısıyla, Hazinenin kısa vadeli nakit akımlarını doğru olarak tahmin etmesini sağlayacak bir kapasiteye sahip olması ve gerçekçi bir nakit planlaması yapması gerekecektir. Nakit planlamasının aksamaksızın yürütülmesi için de kısa vadeli para piyasaları araçlarının gelişmiş olması gerekmektedir. Etkin bir nakit yönetiminin önem arz eden bir diğer amacı da para piyasalarının geliştirilmesidir.

Geçici nakit fazlalıklarının devlet hesaplarında nemalandırılmaksızın bekletilmesinin de bir fırsat maliyeti vardır. Atıl durumda bekleyen fonların piyasa getirisi paralelinde değerlendirilmesi etkin bir nakit yönetiminin amacıdır. Diğer taraftan, Hazine ile finansal sektör başta olmak üzere diğer sektörler arasında ciddi bir parasal ilişki bulunmaktadır. Devlet, piyasalara maaş ödemelerini veya borç ödemelerini yaparken ya da piyasadan vergi ödemelerini tahsil ederken piyasanın nakit durumunu, dolayısıyla para otoritesinin faiz veya enflasyon hedefini ciddi bir şekilde etkileyebilmektedir. Piyasadaki nakit durumunun olumsuz bir şekilde değişmemesi için nakit yönetimi ile para politikası yönetiminin koordineli olarak yürütülmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, yaşanabilecek olası bir koordinasyonsuzluk hem para politikasının hem de nakit yönetiminin hedeflerini olumsuz olarak etkileyebilecektir.

Geleneksel kamu maliyesi teorisi, Hazinenin borç yönetimi fonksiyonunu gereksiz bir politika yönetimi olarak kabul etmiş ve borçlanmayı olağanüstü dönemlerde uygulanan arızı bir kamu geliri olarak görmüştür. Geleneksel teori; borçlanmaya ancak savaş, buhran ve doğal afet gibi olağanüstü hallerde başvurulmasını savunmuştur. Ancak, devlet fonksiyonlarının genişlemesine paralel olarak artan kamu harcamaları dolayısıyla ekonomilerin bütçe açıkları artmıştır. Başlangıçta para basılarak finanse edilen bütçe açıkları, parasal finansmanın enflasyona sebep olduğu

gerekçesiyle daha sonraları iç borçlanmayla finanse edilmeye başlanmış ve borçlanma olağan bir finansman kaynağı haline gelmiştir. Borçlanmanın olağan bir kamu finansman kaynağı haline gelmesiyle birlikte, ülke hazinelerinin en önemli amacı devlet bütçe açığının finanse edilebilmesi amacıyla borçlanmayı yapabilmek ve alınan borçların geri ödemesini gerçekleştirebilmek olmuştur.

Günümüzde hazine borç yönetimi fonksiyonunu yalnızca devletin gelir ve giderleri arasındaki açığın finansmanı ve borç servis ödemelerinin vadesi geldiğinde gerçekleştirilmesi olarak kabul etmek de mümkün görünmemektedir. Ülkelerin giderek artan bütçe açıkları ve bunun sonucunda biriken borç stoklarının yüksek seviyeleri, borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri artırmış ve yeniden yapılacak borçlanmaların maliyetlerinin yükselmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda yalnızca borçlanabilmek değil mümkün olan en düşük maliyetle borçlanabilmek borç yönetiminin önemli bir amacı haline gelmiştir.

Finansal piyasaları yeterince derin olmayan gelişmekte olan ülkeler için yerel para cinsinden uzun vadeli ve sabit faizli olarak borçlanabilmek maliyetli olmaktadır. Bu durumda olan ülkeler, genellikle döviz cinsinden kredi değerliliği de düşük olduğundan yurt dışı finansal piyasalara da kolaylıkla erişememektedirler. Bu sorunlar gelişmekte olan ülkelerin daha düşük maliyetle elde ettikleri kısa vadeli yerel para cinsinden veya daha uzun vadeli döviz cinsinden borçlanma araçlarının ağırlıkta olduğu riskli borçlanma stratejilerine yönelmelerine neden olmaktadır. Bu stratejiler ise kısa vadede daha az maliyetli gibi görünseler de bu ülkelerin bütçelerini faiz oranları ve döviz kuru gibi piyasadaki fiyat hareketlerine karşı daha kırılgan hale getirmektedirler. Borç stokunun kompozisyonuna ilişkin endişelerin önem kazanmasıyla birlikte, borçlanmayı en düşük maliyetle gerçekleştirirken gelecekte oluşacak olumsuz fiyat hareketlerine en az duyarlılığı sağlayacak bir borçlanma stratejisi oluşturabilmek için borç yönetiminde risk yönetimi çerçevesinin oluşturulması amaçlanmaya başlanmıştır.

Günümüzde borçlanma; finansal piyasaların geliştirilmesi, ödemeler dengesinin sağlanması amacıyla döviz cinsinden fon girişlerinin düzenlenmesi ve finansal piyasalarda risksiz borçlanma faizlerinin belirlenmesi amacıyla da yapılmaktadır. Bu çerçevede gelişmiş yurt içi borçlanma piyasalarına sahip olan ve bütçe fazlası veren ülkeler söz konusu amaçları gerçekleştirebilmek için iç ve dış borçlanmalara devam etmektedirler.

Öte yandan, kamu borçlanması kamu ya da özel kuruluşların sermayeye daha ucuza erişebilmelerini sağlamak amacıyla da yapılmaktadır. Bu çerçevede, kamu tarafından bu kuruluşlara devirli, ikrazlı veya garantili krediler sağlanarak ilgili kuruluşların uygun koşullarda finansman imkânlarına ulaşmaları kolaylaştırılmıştır. Ancak, bu tür işlemler sırasında kamunun ciddi bir karşı taraf yani kredi riski doğmaktadır. Bu riskin iyi yönetilmemesi ise devleti önemli yükümlülüklerle karşı karşıya bırakabilmektedir. 1990'lı yıllarda yaşanan Doğu Asya krizinde de görüldüğü gibi başta finansal kuruluşlar olmak üzere özel sektörün kötü bir şekilde yönetilen bilanço riskleri, sabit döviz kuru rejimi ve devletin gerektiğinde finansal sektörü fonlayacağına ilişkin yükümlülüklerine ilişkin algılar ile birleşince ciddi bir finansal kriz ortaya çıkmıştır. Bu kriz sonucunda, devletler finansal sektörü yeniden yapılandırmak amacıyla finansal araçların yükümlülüklerini devralmış ve önemli ölçüde borçlanma yükü altına girmişlerdir.

Gelişmekte olan ülkeler için kalkınmayı sağlayacak altyapı projeleri önemli miktarda fon ihtiyacı gerektirmektedir. Özellikle enerji ve ulaştırma sektörlerinde yoğunlaşan bu tür projeleri gerçekleştirmek devlet bütçesine aşırı yük getirmektedir. Son zamanlarda kalkınmayı sağlayacak bu tür projeler için özel sektör kuruluşları ile işbirliği yapılmakta, projelerin inşası için özel sektörün kaynaklarından yararlanılmakta, ancak bu kuruluşların ürettikleri çıktılar için satın alım garantisi verilmektedir. Bu tür satın alım garantileri ise Hazine açısından diğer bir risk kaynağı oluşturmakta ve gerçekleşmesi halinde beklenmedik nakit ihtiyacına sebebiyet vermektedir.

Hazine tarafından yurt dışından veya yurt içinden sağlanan finansman imkânlarının çeşitli kuruluşlara ikraz edilmesi ya da kuruluşların sağladıkları Hazine garantili borçların üstlenilmesi neticesinde Hazine ile kurum ve kuruluşlar arasında bir borç ve alacak ilişkisi doğmaktadır. Bu işlemler neticesinde doğan Hazine alacaklarının da iyi bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, kötü yönetilen bir alacak yönetimi bütçe kaynaklarının bütçe finansmanı dışında kullanılmasına neden olacaktır.

Görüldüğü gibi hazine işlemleri basit bir şekilde nakit ve borç yönetiminden oluşmamakta, tersine finansal varlıklar ile finansal yükümlülükleri de kapsayan geniş bir bilanço yönetimini de içermektedir. Bu kapsamda, hazine işlemlerinin etkin bir şekilde yönetilmesi çok önemli bir hale gelmiştir. Hazine işlemlerinin etkin bir

şekilde yönetilmemesi bir devletin ekonomik ve mali durumunu önemli şekilde sıkıntılara sokabilmektedir. Örneğin, 1994 yılının sonunda patlak veren Meksika krizi ile 1998 yılında yaşanan Rusya krizinin altında yatan önemli bir faktör söz konu devletlerin borç portföylerinin kısa vadeli ve dövizde endeksli riskli araçlardan oluşmasıdır.

Hazine işlemlerinin bir ülke için çok önemli olmasına rağmen ülkemizde bu konu hakkında yazılmış fazla bir kaynak bulunmamaktadır. Hazine üzerine yazılan kaynaklar çok sınırlıdır. Bu kaynakların başında; Mahfi EĞİLMEZ tarafından yazılan “Hazine” başlıklı kitabı ile yakın tarihte Coşkun CANGÖZ ve Emre BALİBEK editörlüğünde yayımlanan ve Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Hazine Uzmanlarının yazmış olduğu çeşitli makalelerden oluşan “Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi” kitabı gelmektedir. Bu kapsamda, söz konusu tez çalışması, hazine işlemleri ve hazinenin modern fonksiyonlarını geniş çerçevede ele almış ve literatürdeki hazine işlemleri konusundaki boşluğu doldurmak amacıyla yazılmıştır.

Çalışmamızın konusu hazine işlemleri ve fonksiyonları olup çalışmamız altı bölümden oluşmaktadır.

İlk bölümde konuya giriş ve çalışmamızın amacı ile bölümlendirilmesi anlatılmıştır.

İkinci bölümde, Türk Hazinesinin kısa bir tarihçesine yer verilmiş ve günümüzdeki Hazine örgütlenmesinden bahsedilmiştir.

Üçüncü bölümde, uluslararası en iyi uygulamalar çerçevesinde modern hazine yönetimi anlatılmıştır. Modern hazine yönetiminin unsurları olan nakit, borç, varlık ve kamu sermayeli işletmelerin yönetimi hakkında uluslararası uygulamalar çerçevesinde bilgiler verilmiştir. Ayrıca, bu bölümde; nakit, borç, varlık ve kamu sermayeli işletmelerin yönetimi kapsamında Türkiye’deki mevcut durum uluslararası en iyi uygulamalar çerçevesinde değerlendirilerek ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde, belli başlı ülkelerin hazine örgütlenmesi ve nakit ve borç yönetimi kapsamındaki sorumlulukları anlatılmıştır. Bu kapsamda, Brezilya ve Norveç ülke hazineleri incelenmiş ve bu ülkelerle ülkemiz hazine örgütlenmesinin Tandberg tarafından geliştirilen değer zinciri modeli çerçevesinde merkezileşme derecesi, karşılaştırılmalı olarak değerlendirilmiştir.

Beşinci bölümde finansal kuruluşlar tarafından piyasa riskinin ölçümünde sıklıkla kullanılan riske maruz değer yöntemleri açıklanmış ve bu çerçevede hazine dış borç stokunun kur riskine duyarlılığı ölçülmeye çalışılmıştır.

Altıncı ve son bölümde ise çalışmamızın sonuçlarına yer verilmiştir.

2. TÜRK HAZİNESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

2.1. Cumhuriyet Öncesi Hazine Teşkilatı ve Fonksiyonları

Osmanlı Devleti'nin merkez ve eyalet teşkilatları I. Murat zamanında tamamlanmış, Devlet Hazinesi ve Mali Teşkilatı Çandarlı Kara Halil Hayrettin Paşa tarafından oluşturulmuştur. Daha sonraları sınırların genişlemesine paralel olarak devlet gelir ve giderlerinin miktar ve çeşit olarak artması nedeniyle Fatih Sultan Mehmet zamanında çıkarılan üç adet kanunname ile maliye teşkilatı gerçek düzenine kavuşmuştur. Bu tarihten III. Selim zamanına kadar hazine, iç ve dış hazine olarak teşkilatlandırılmıştır. III. Selim zamanından Tanzimat'a kadar günümüzdeki bütçe dışı fon yapılarına benzer hazineler oluşturulmuştur. Böylece, hazinenin gelir kaynakları çeşitli amaçlarla kurulan fon yapısındaki hazinelerle paylaşılmıştır. Fon yapısındaki bu hazineler, 1840 yılında esas hazine olan maliye hazinesine bağlanarak yeniden tek hazineli döneme dönülmüştür (Maliye Bakanlığı, [10.01.2013]).

Yukarıda da bahsedildiği üzere, Osmanlı Devleti'nde 18'inci yüzyılın son çeyreğine kadar iç ve dış olmak üzere iki hazine mevcuttu. "Hazine-i Amire" adıyla da anılan dış hazine, devlet gelirlerinin toplandığı ve belirli kanunlar altında harcandığı esas hazine konumundaydı. Dış hazinenin idaresinden sadrazam ve başdefterdar sorumlu idi. Her akşam, hazineye giren ve çıkan paranın muhasebesi yapılır ve gerekli harcamalar için veznedar başına 4-5 kese bırakıldıktan sonra geri kalan miktar hazineye konularak mühürlenirdi (Terzi, 2000, 1).

Osmanlı imparatorluğunda Başdefterdarın en önemli yardımcısı olarak baş muhasebeciler gelmekteydi. Başmuhasebecilerin de yardımcısı konumunda başruznamçeci bulunmaktaydı. Başmuhasebeciler defterdarlığa bağlı olan baş muhasebe kaleminin idarecisiydiler. Bu kalem; saray da dâhil olmak üzere bütün devlet dairelerinin gelirleriyle masraf hesaplarını tutar, mali kanun ve nizamnameleri hazırlar, devlete ait ödemeleri yapar, malikâne beratlarını verirdi (Öz, Ünal, Unan, [10.01.2013]).

Osmanlı imparatorluğunda Başdefterdarın diğer yardımcıları konumunda; devlet gelirlerini tahsil ve teftiş eden Baş bakikulu, cizye gelirlerini takip eden Cizye Baş Bakikulu, gelir-gider işlerine nezaret eden Veznedârbaşı, hazine işlemlerinin hesaplarını tutan Sergi Nâzırı ve Sergi Halifesi ismiyle görevliler bulunmaktaydı. Dış Hazinesinin gelir ve giderleri devletin gelir ve giderleri ya da devlet bütçesinin gelir ve giderleridir (Arslanboğa, 2007, 7). Hazineden ödeme yapılabilmesi içinde mutlaka sadrazamın onayı ve sahhi ile defterdarın birlikte imzası bulunması zorunluydu (Eğilmez, 2009, 28).

Dış hazinenin gelirleri; tımar sistemine dâhil eyaletlerdeki padişah haslarının gelirleri, cizye gelirleri, adet-i ağnam vergileri, tuzla, maden, iskele ve liman mukataaları ve gümrük gelirleri, seferlerin finansmanı için olağanüstü zamanlarda alınan tekâlif-i divaniye gelirleri, salyaneli ve salyanesiz eyaletlerin gönderdikleri irsaliyelerdir (Öz, Ünal, Unan, [10.01.2013]).

“Hazine-i Hassa” adıyla da anılan iç hazine padişahın özel hazinesiydi. İç hazinenin, esas olarak iki fonksiyonu bulunmaktaydı. İç hazine ilk olarak dış hazinenin yedeği durumundaydı. Dış hazinede para kalmadığı zaman, iç hazineden borç verilirdi. (Öz, Ünal, Unan, [10.01.2013]). Dış hazinenin ihtiyaçtan fazla olan varidatı sarayda iç hazinede muhafaza edilirdi. İç hazinenin idarecisi hazinedar başı olup, işlemlere bakmakla görevli hazine kethüdası bulunmaktaydı. (Terzi, 2000, 2).

İç hazine aynı zamanda padişahın özel gelir ve giderleriyle ilgiliydi. İç hazinenin başlıca gelir kaynakları bazı has, mukataa ve vakıf gelirleri, Mısır irsaliyesi, darphane gelirleri, çeşitli hediye ve müsaderelerden elde edilen gelirlerdi. İç hazineden ödeme yapılabilmesi ancak padişahın emri ile olabilmekteydi (Arslanboğa, 2007, 8).

Osmanlı Devleti’nin doğal sınırlarına ulaşması sonucunda fetihlerin önce yavaşlayıp sonra durması, ticaret yollarının kaybedilmesi ile ipek ve baharat ticaretinden kaynaklanan gelirlerin azalması sonucunda devletin gelirleri ciddi bir şekilde azalmıştı. Diğer taraftan, tımar sisteminin bozulması sonucu eyalet askerlerinin yerini giderek ücretli kapıkulu askerlerinin alması, her padişah değiştiğinde askerlere dağıtılan yüksek miktarlı cülus bahşişleri ile Amerikan gümüşünün ülkeye girmesi sonucu artan fiyatlar ve devalüasyonlar da Osmanlı’nın giderlerinin artmasına neden olmuştu (Öz, Ünal, Unan, [10.01.2013]).

Bir yandan gelirlerin azalması, diğer yandan ise giderlerin artması sonucunda Osmanlı maliyesi giderek artan oranda bütçe açıkları vermeye başlamış ve ciddi bir bunalıma sürüklenmiştir. Yaşanan mali sıkıntılar sonucunda dış hazine giderek artan oranda iç hazinenin kaynaklarına başvurmuş ve alınan bu borçlar zamanla geri ödenemez hale gelmiştir (Öz, Ünal, Unan, [10.01.2013]).

Osmanlı Devletinde 18'inci yüzyılın son çeyreğine kadar tek hazineli dönem devam etmiş bu tarihlerden ve özellikle Nizâm-ı cedîd döneminden itibaren birbiri ardına kurulan hazinelerle Osmanlı maliyesi çok hazineli bir sürece girmiştir. Bu dönemde kurulan hazinelerin başında; İrad-ı Cedit Hazinesi, Zahir Hazinesi, Tersane-i Amire gibi hazineler gelmektedir. Kurulan her bir hazinenin ayrı bir amacı ve bu hazinelere ayrılan çeşitli gelirler bulunmaktaydı. Örneğin, Tersane-i Amire Hazinesi tersane ve donanma masraflarını karşılamak amacıyla kurulmuştu. Tanzimat'tan sonra ise çoklu hazine sistemi tasfiye edilerek tekli hazine sistemine dönmüştür. Osmanlı Devleti'nde Hazine, Fatih Sultan Mehmet devrinden itibaren çeşitli aşamalardan geçtikten sonra, 1863 yılında Maliye Nezareti bünyesinde Hazine-i Veznenin kurulmasıyla son şeklini almıştır (Terzi, 2000).

2.2. Cumhuriyet Dönemi Türk Hazinesinin Gelişimi

Cumhuriyetin kurulduğu yıllarda Hazine, Maliye Vekâleti bünyesinde Hazine-i Vezne olarak işlevini sürdürürken sırasıyla; 1927'de Hazine-i Vezne ve Muamelat-ı Nakdiye Müdüriyeti, 1929'da Muamelat-ı Nakdiye Müdürlüğü, 1936'da Nakdiye Müdürlüğü, 1936'da Nakit İşleri Genel Müdürlüğü ve 1942'de Hazine Genel Müdürlüğü olarak faaliyet göstermiştir (Hazine Müsteşarlığı, [07.12.2012]).

6 Temmuz 1960 tarih ve 13 sayılı geçici Kanunla Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatını da bünyesine alarak Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı Genel Sekreterliği (HAZMİİT) adı altında faaliyetlerini yürütmüştür. Bu yeni örgütlenme ile Hazine'nin o tarihe kadar yürüttüğü nakit ve borç yönetimi işlevlerine, dış ekonomik ilişkilerin yürütülmesi, mali sektörün yönetimi ve döviz yönetimi işlevleri de katılmıştır. Bu çerçevede Hazine ekonomik ve mali politikaların yürütülmesinde en önemli kurumlardan birisi haline gelmiştir (Eğilmez, 2009, 32). 13 Aralık 1983 tarih ve 188 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile Maliye Bakanlığı'nın bünyesinden ayrılarak Ticaret

Bakanlığından ayrılan Dış Ticaret Dairesi ile birleştirilerek Başbakanlığa bağlı Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (HDTM) oluşturuldu. Müsteşarlık bünyesindeki Kamu Finansmanı, Dış İlişkiler ve Banka ve Kambiyo Başkanlıkları Hazine fonksiyonlarını üstlenmiştir. 8 Haziran 1984 tarih ve 232 sayılı KHK ile bu birimler Genel Müdürlük olarak düzenlenmişlerdir. Bu KHK, bazı ufak değişikliklerle 4 Nisan 1986 tarih ve 3274 sayıyla Kanunlaşmıştır. Müsteşarlık Merkez Teşkilatı 1991 yılında bir kez daha değişikliğe uğrayarak Devlet Planlama Teşkilatı bünyesindeki Teşvik ve Uygulama ile Yabancı Sermaye ve Serbest Bölgeler Başkanlıkları Genel Müdürlükler olarak HDTM bünyesine katılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, [07.12.2012]).

1994 yılında Hazine, Dış Ticaret Müsteşarlığından ayrılarak ‘Hazine Müsteşarlığı’ adı ile bugünkü adı ve yapısına kavuşmuştur. 2000 yılında Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğünün ilgili birimleri, BDDK’ya geçmiştir. 2002 yılında Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü bünyesinde risk yönetiminden sorumlu Genel Müdür Yardımcılığı oluşturuldu. 2006 yılında Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğünün sorumluluğu altında bulunan bazı birimler BDDK’ya devredilmiştir. 2006 ve 2010 yıllarında sırasıyla Merkezi Finans ve İhale Birimi ile Devlet Destekleri Genel Müdürlüğü kurulmuş, 2011 yılındaki bir düzenleme ile de Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü ile Teşvik ve Uygulama Genel Müdürlüğü Ekonomi Bakanlığına geçerek Hazine Müsteşarlığından ayrılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, [07.12.2012]).

2.3. Mevcut Durum: Hazine Müsteşarlığı Teşkilat Yapısı ve Görevleri

Hazine Müsteşarlığı Başbakanlığa bağlı bir kuruluştur. Başbakan Hazine Müsteşarlığı ile ilgili yetkilerini Başbakan Yardımcısı vasıtasıyla kullanmaktadır. Hazine Müsteşarlığı bünyesinde merkez ve yurt dışı teşkilatları bulunmaktadır. Hazine Müsteşarlığı’nın bağlı kuruluşu Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü; ilgili kuruluşu ise Merkezi Finans ve İhale Birimidir. Müsteşar, Müsteşarlığın en üst yöneticisidir. Müsteşara bağlı üç adet Müsteşar Yardımcısı bulunmaktadır (Sayıştay Başkanlığı, 2013, 2).

Hazine Müsteşarlığının görevleri, 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun’un 1’inci maddesinde aşağıdaki gibi belirlenmiştir (Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, 1994, 7457):

- Ekonomi politikalarının tespitine yardımcı olmak,
- Hazine işlemleri ve kamu finansmanına ilişkin faaliyetleri yürütmek,
- Kamu sermayeli kuruluş ve işletmeler ve devlet iştiraklerine ilişkin pay sahipliğinin gerektirdiği faaliyetleri yürütmek,
- İkili ve çok taraflı dış ekonomik ilişkileri düzenlemek,
- Uluslararası ve bölgesel ekonomik ve mali kuruluşlarla ilişkileri yürütmek,
- Yabancı ülke ve kuruluşlardan borç ve hibe alınması ve verilmesine ilişkin işlemleri yürütmek,
- Ülkenin finansman politikaları çerçevesinde sermaye akımlarına ilişkin düzenleme ve işlemleri yapmak ve kambiyo rejimine ilişkin faaliyetleri yürütmek,
- Sigortacılık sektörüne ilişkin izleme ve düzenleme faaliyetlerini yürütmek,
- Devlet destekleri ilke ve esaslarını belirlemek üzere araştırma ve çalışmalarda bulunmak, devlet desteklerini izlemek, değerlendirmek ve
- İlgili mevzuatla verilen diğer görevleri yerine getirmek.

Hazine Müsteşarlığının merkez teşkilatı ana hizmet birimleri, danışma ve denetim birimleri ve yardımcı birimlerden oluşmaktadır. Müsteşarlığın ana hizmet birimleri 4059 sayılı Kanun'un 2'inci maddesinde sayılmaktadır (Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, 1994):

- Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü: Hazine işlemlerini yürütmek, devlet giderlerinin gerektirdiği nakdi sağlamak ve bu kapsamda parasal akımların yönetiminden sorumludur.
- Kamu Sermayeli Kuruluş ve İşletmeler Genel Müdürlüğü: Hazine pay sahipliğinin gerektirdiği işlemleri yapmak ve kamu iktisadi teşebbüslerinin mali yönetimi başlıca görevleri arasındadır.
- Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü: Türkiye'nin, uluslararası ekonomik kuruluşlarla (IMF, Dünya Bankası, OECD, IFC, Bölgesel Kalkınma ve Yatırım Bankaları gibi) ilişkilerin yönetilmesi ve her türlü dış kamu borçlanması ile uluslararası anlaşmalara ilişkin işlemlerin yürütülmesi başlıca görevleridir.

- Mali Sektörle İlişkiler ve Kambiyo Genel Müdürlüğü: Devletin mali sektörle finansal ilişkilerinin kurulması ve bu kapsamda Hazine ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurulu ve menkul kıymet borsaları gibi mali sektörün ilgili kurumları arasındaki ilişkileri kurmaktan sorumludur. Söz konusu genel müdürlüğün diğer bir görevi kambiyo politikalarına ilişkin esasları düzenlemektir.
- Sigortacılık Genel Müdürlüğü: Sigortacılık ile ilgili konularda mevzuatı hazırlamak, uygulamak ve ilgililer tarafından uygulanmasını izlemekten sorumludur.
- Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü: Ekonomik konularda araştırma ve yayın yapılması temel görevidir.
- Devlet Destekleri Genel Müdürlüğü: Devlet destekleri ilke ve esaslarını belirlemek, devlet desteklerini izleme ve değerlendirmekten ve mevzuatın Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumlaştırılmasından sorumludur.

Müsteşarlığın danışma, denetim ve yardımcı birimleri ise 4059 sayılı Kanun'un 5'inci maddesinde sayılmıştır (Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, 1994). Buna göre doğrudan müsteşara bağlı denetim ve danışma birimleri:

- Hazine Kontrolörleri Kurulu: Hazine'nin görev ve yetki alanına giren işlerin denetimini yapmaktadır. Bu kapsamda Avrupa Birliği ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan sağlanan fonları kullanan proje ve programların harcamalarının denetlenmesinde bağımsız denetim görevini yürütmektedir.
- Sigorta Denetleme Kurulu: Sigorta şirketlerinin denetiminden sorumludur.
- Strateji Geliştirme Dairesi Başkanlığı
- Hukuk Müşavirliği
- Basın ve Halkla İlişkiler Müşavirliği

Müsteşarlığın yardımcı birimleri:

- Personel Dairesi Başkanlığı
- İdari ve Mali İşler Dairesi Başkanlıklarıdır.

Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Hazine'nin bağlı kuruluşu olup, madeni para ve hatıra para ile değerli kâğıtlar ve damga pullarının basımı ve ülke çapında dağıtımı ile sorumludur. Hazine'nin yurt dışı örgütü, kurulduğu yerin önemine göre Ekonomi Baş-müşavirliği veya Ekonomi Müşavirliği şeklinde kurulmaktadır. Hazine'nin OECD ve Birleşmiş Milletler nezdindeki Daimi Temsilci Yardımcısı kadrosu bulunmaktadır. Diğer taraftan, Hazine Müsteşarı, Dünya Bankası grubunda Türkiye adına Guvernör, Müsteşar Yardımcısı da Guvernör Vekili sıfatını taşımaktadır (Eğilmez, 2009, 34).

3. MODERN HAZİNE YÖNETİMİ VE TÜRKİYE

3.1. Nakit Yönetimi Fonksiyonu

Hazinenin bilinen en eski işlevi nakit yönetimi fonksiyonudur. Devlet bir yandan vergi ve vergi dışı gelirler gibi çeşitli kaynaklardan nakit elde ederken, bir yandan da personel ödemeleri, yatırım harcamaları ve borç servisi ödemeleri gibi harcamalar da yapmaktadır. Devletin süreklilik gösteren giderleri hemen her ay belirli günlerde tekrarlanır. Devlet gelirlerinin toplanması ise giderlerde olduğu gibi süreklilik göstermez. Bazı devlet gelirleri sürekli bir şekilde tahsil edildiği halde gelir üzerinden alınan vergiler gibi büyük ve kapsamlı olanları, kolaylık sağlamak ve maliyetleri düşük tutmak maksadıyla senede bir veya iki defa ve taksitler halinde tahsil edilir. Katma değer vergisi, stopaj vergileri gibi devlet gelirleri günlük olamasa bile düzenli olarak her ay belirli bir günde tahsil edilmelerine rağmen yine de ay içinde çeşitli günlerde devlet tarafından gider yapılmaktadır. Devlet giderlerindeki genel eğilim süreklilik olmasına rağmen devlet gelirlerinde genellikle düzensiz bir eğilim olması bu iki kalem arasında nakit dengesinin kurulmasını zorunlu kılmıştır (Eğilmez, 2009, 44-45).

Gelir ve giderler arasında denge sağlamak, planlanan harcamaları bekleterek ödemelerini ileride devlet hesaplarına gelirlerin girdiği zamanda yapmak değildir (Williams, 2004, 5). Devlet giderlerinin aksamaya sebebiyet vermeden yapılması belirli bir planlama ve programlama gerektirir. Devletin bu gibi giderlerinin bazısının ödenmesi gerektiği anda para yetersizliği nedeniyle ödenmeyerek bir süre ertelenmesi imkân dâhilinde iken bazı giderlerin ise ödenmeyerek kısa bir süre için dahi ertelenmesi mümkün değildir. Örneğin, memur maaşları ya da devlet borç servislerigibi giderlerin ödenmeyerek ertelenmesi durumunda devletin itibarı ciddi bir şekilde sarsılabilmektedir (Eğilmez, 2009, 46-47).

Diğer taraftan, gelir ve kurumlar vergisi gibi gelirler yukarıda da bahsedildiği üzere yılın belirli zamanlarında ve yüksek hacimli olarak tahsil edildiği için genellikle

devlet hesaplarına yüklü miktarda nakit girişı sağlarlar. Bu tip geçici nakit fazlalıklarının atıl bir durumda ve hiçbir getiri sağlamaksızın durması da devlet açısından önemli bir fırsat maliyetidir.

Hazine piyasaya anapara, faiz, memur ve emeklilik ödemeleri yapmakta ve piyasadan vergi gelirleri toplamakta veya borçlanmaktadır. Tüm bu işlemlerin büyüklüğü düşünöldüğünde, söz konusu işlemler sırasında piyasanın likiditesi ve dolayısıyla kısa vadeli faiz oranları ciddi bir şekilde etkilenmektedir. Dolayısıyla kamu para akımlarını yönetirken para otoriteleri ile olan ilişkilerde son derece önemlidir (Erdener, Çiçek, 2012, 245).

Bu alt bölümde öncelikle modern nakit yönetiminin amaçlarına değinilmiş ve uluslararası en iyi uygulamalar çerçevesinde modern kamu nakit yönetiminin sahip olması gereken unsurlar anlatılmış, daha sonra bu unsurlar kapsamında ölkemizde yürütölen uygulamalar değlendirilmiştir.

3.1.1. Nakit Yönetiminin Tanımı ve Amaçları

Nakit yönetimi, geleneksel tanımıyla devletin gelir ve giderlerinin yer ve zaman itibariyle denkleştirilmesi olarak bilinmektedir. Bir başka deyişle nakit yönetimi; kamunun yükümlölüklerinin en etkin şekilde karşılanabilmesi için doğru miktarda paraya doğru yer ve zamanda sahip olunmasıdır (Erdener, Çiçek, 2012, 246). Nakit yönetiminin benzer tanımlarında geçici nakit fazlalıkları ile nakit açıklarının aktif yönetimini vurgulanmaktadır (Lienert, 2009).

Lienert (2009) modern nakit yönetiminin dört ana amacını aşığıdaki gibi belirtmiştir.

- Kamu ödemelerinin vade tarihlerinde yapılabilmesi için gerekli nakdi sağlamak.
- Yalnızca ihtiyaç olduğunda borçlanmak ve kamunun borçlanma maliyetlerini en aza indirmek.
- Atıl nakit paranın getirilerini maksimize etmek ve kamu hesaplarının merkez bankasında veya ticari bankalarda faiz getirmeksizin ya da düşük faiz ile birikmesinden kaçınmak. Bu kapsamda, bankacılık sisteminde tutulan atıl nakit fazlalıklarının hacmini en aza indirmek.
- Geçici nakit fazlalıklarını yeterli teminatlar karşılığında üretken bir şekilde değlendirerek riskleri yönetmek.

Görüldüğü üzere devlet açısından nakit yönetimi kapsamında temel amaç; şüphesiz ki harcamalarını ve yükümlülüklerini zamanı gelince ödeyebilmektir. Aksi durumda yüklenicilere yapılacak ödemelerde yaşanabilecek gecikmeler bir yandan piyasanın devlete olan güvenini azaltırken, diğer yandan bir sonraki mal ve hizmet alımlarında devlete iş yapanların sağlayacağı mal ve hizmetler için daha yüksek maliyet talep etmelerine neden olacaktır. Bu kapsamda nakit kaynakların etkin bir şekilde yönetilmesi ödemelerin vadesi gelince düzgün bir şekilde yapılmasını sağlayarak belirliliği artıracaktır (Williams, 2004, 3).

Nakit ödemelerini zamanında yapabilmek için geçici nakit fazlalıklarını uzun süre merkez bankasında bekletmenin de bir fırsat maliyeti vardır. Bu yüzden bu gibi nakit fazlalıklarının nakit ödemelerinin yapılacağı zamana kadar piyasa getirileri paralelinde değerlendirilmesi de nakit yönetiminin diğer bir amacıdır. Çünkü bu süre zarfında merkez bankasında veya bankacılık sisteminde getirisiz bekleyen hazine rezervi hem devlet açısından hem de vergi mükellefleri tarafından finansal bir yüküdür. Ancak bunu yaparken kredi riskinin en aza indirilmesi gerekmektedir. Burada sözü edilen kredi riski, nakit fazlalıklarını belirli bir getiri elde etmek için değerlendirirken nakdin değerlendirildiği finansal kurumların yükümlülüklerini yerine getirememesi riskidir (Williams, 2004, 7).

Son olarak, nakit yönetiminin diğer bir yardımcı amacı ise para ve borç yönetimi politikaları ile finansal piyasaların geliştirilmesi politikalarını desteklemektir. Daha önce de bahsedildiği üzere hazine, maaş veya faiz ödemeleri sırasında piyasaya yüklü miktarda ödeme yapmakta dolayısıyla piyasanın likiditesini ve kısa vadeli faiz oranlarını önemli bir şekilde etkilemektedir. Kısa vadeli faiz oranlarında oluşabilecek ciddi bir değişim ise merkez bankasının para politikası amaçlarını etkileyebilecektir. Böylesi bir durumun yaşanmaması için nakit yönetimi ile para politikası yönetimi arasında ciddi bir koordinasyon olması gerekmektedir (Williams, 2004, 15).

3.1.2. Nakit Yönetiminin Unsurları

Modern nakit yönetiminin bir önceki kısımda sayılan amaçlarına ulaşabilmek için ilk altı tanesi temel, diğer üç tanesi ise istenen olmak üzere toplam dokuz tane unsura sahip olması gerekmektedir (Lienert, 2009).

3.1.2.1. Hazine Tek Hesabı (HTH) Yapısının Kurulması

Modern nakit yönetiminin amaçlarından birincisi ve belki de en önemlisinin devletin yükümlülüklerinin zamanında ödenmesi olduğuna yukarıda değinmiştik. Bu amaca ulaşılabilmesi için etkin bir nakit yönetiminde olması gereken temel özelliklerden birincisi; devlete ait olan tüm gelirlerin tek bir merkezi hesapta toplanabilmesidir. Birçok gelişmiş ülkede neredeyse tüm kamu gelirleri Maliye Bakanlığı'nın (Hazine)doğrudan kontrolünde olan Hazine Tek Hesabında günlük olarak toplanmaktadır. HTH aracılığıyla Hazine, merkezi bakanlıkların veya taşra teşkilatının herhangi bir zamanda sahip olduğu tüm nakit kaynaklarına tam erişim hakkına sahip olmaktadır. HTH genelde merkez bankası nezdinde tutulmakta ve tüm kamu gelirlerinin alınması ve tüm kamu ödemelerinin yapılması amacıyla kullanılmaktadır. HTH kurulurken, genelde iki farklı ödeme sistemi bulunmaktadır. Fransa ve Amerika Birleşik Devletleri gibi ülkelerde kamu ödeme fonksiyonu merkezileştirilmiştir. Söz konusu ülkelerde, bazı istisnalar haricinde, ödemeler doğrudan merkez bankasında bulunan ana hazine hesabından yapılmaktadır. Alternatif olarak, ödemeler harcamacı bakanlıkların veya kuruluşların ticari bankalardaki hesaplarından da yapılabilir. Her gün, bakanlıkların banka hesaplarındaki bakiyeler merkez bankası nezdindeki ana hazine hesabına aktarılır ve nakit yöneticisi gün sonunda bu hesapta yalnızca minimum tutarında bir miktar bırakılmasını sağlar. Geçici nakit fazlalıkları ise genellikle merkez bankası tarafından nemalandırılır ya da diğer çeşitli finansal araçlar ile değerlendirilir (Lienert, 2009, 3).

Hazine Tek Hesabı, devletin nakit kaynaklarının toplu bir görünümünü veren devletin banka hesaplarının birleştirilmiş bir yapısıdır. Hazine birliği ilkesi temelinde, HTH devletin tüm ödeme ve tahsilat işlemlerini yapabildiği bir hesap veya ilişkili hesaplar setidir (Pattanayak, Fainboim, 2010, 5).

Pattanayak ve Fainboim (2010) modern nakit yönetimi çerçevesinde oluşturulacak bir HTH'nin taşıması gereken temel unsurları aşağıdaki gibi saymışlardır:

- Hazinenin (Maliye Bakanlığı) devletin nakit giriş ve çıkışları üzerinde etkin bir gözetim sağlayabilmesi için Devletin bankacılık işlemlerine ilişkin anlaşması tek olmalıdır. HTH sistemi, merkez bankasında veya ticari bir bankada söz konusu tek hesaba bağlı çeşitli bakanlıklara veya ajanslara ait alt

hesaplar şeklinde veya çeşitli ticari bankalarda merkezi bakanlıkların veya ajanslarının adına açılacak sıfır bakiyeli hesaplar şeklinde de oluşturulabilir.

- İkinci olarak, diğer hiçbir kamu kurumu hazinenin gözetimi dışında banka hesabı işletmemelidir.
- Devletin nakit kaynaklarının birleştirilmesi kapsamlı olmalı ve bütçe içi ve bütçe dışı tüm devlet kaynaklarını içermelidir. Diğer bir deyişle, kamunun tüm nakit giriş ve çıkışları bütçenin kontrolünde olup olmadığına bakılmaksızın HTH'nin kontrolü altında olmalıdır. HTH'nin nakit bakiyesi, devletin günlük faaliyet gerekliliklerini karşılayacak şekilde yeterli bir seviyede tutulmalıdır.

Hazine Tek Hesabının temel amacı, devletin nakit varlıkları üzerinde etkin ve bütüncül bir kontrol sağlamaktır. HTH sisteminin yokluğunda, kamunun nakit kaynakları çeşitli banka hesaplarında hiçbir getiri elde etmeksizin bekleyecektir. Söz konusu atıl kaynakların varlığından haberi olmayan bir Hazine ise geçici bir fon açığı ile karşılaştığında gereksiz yere piyasadan belirli bir faiz maliyeti karşılığında borçlanmak zorunda kalacaktır. HTH sistemi kurulduğunda; hazine, kamu nakit kaynakları hakkında tam ve zamanında bilgiye gerçek zamanlı olarak ulaşabilecektir. Bu sayede, HTH sistemi kapsamında nakit kaynakların birleştirilmesi borçlanma maliyetlerini en aza indirerek nakit yönetimini kolaylaştıracaktır. Hazine, nakit kaynakları hakkında tam bir bilgiye sahip olduğunda bütçeyi etkin bir şekilde uygulayabilecektir. Bu sayede planlanmış harcamaların finanse edilip edilmeyeceğine ilişkin hazinenin yeterli kaynağa sahip olup olmadığı hakkında oluşabilecek belirsizlikler azalacaktır. Bu durum kamu kurumlarının harcamalarını gerçekleştirmek amacıyla nakit taleplerini fazla bir şekilde belirlemeleri veya kaynaklarını bütçe dışı yollarla çeşitli hesaplara aktarmaları gibi davranışları azaltacaktır (Pattanayak, Fainboim, 2010, 6).

Merkez Bankaları birçok ülkede hükümetin mali ajanı olarak görev yaptığından, HTH genellikle merkez bankaları nezdinde tutulmaktadır. Ancak, HTH herhangi bir ticari banka nezdinde de açılabilir. Devletin çeşitli kaynaklardan elde ettiği gelirlerin merkez bankasında birleştirilmesi kredi ve ahlaki tehlike risklerini azaltacaktır. Aksi durumda çeşitli devlet kuruluşlarının nakit kaynakları birçok bankada açılacak hesaplarda tutulacağından, söz konusu ticari bankaların zor duruma düştüklerinde

yükümlülüklerini yerine getirme riskleri bulunmaktadır. Ancak, hesaplar merkez bankalarında tutulduğunda böylesi bir risk en aza inecektir. Ahlaki tehlike riski ise birçok ticari bankada kamu hesapları bulunduğundan devletin bankacılık sektörünün ve özellikle hesaplarının bulunduğu ticari bankaların iflasını istemeyeceği şeklinde oluşan algılardır (Williams, 2004, 7).

Hazine Tek Hesabının kapsamının açık bir şekilde belirlenmesi önemli bir husustur. Hazine Tek Hesabı en azından tüm merkezi yönetim kurum ve kuruluşlarını ve işlemlerini kapsamalıdır. Bu işlemler içerisinde sosyal güvenlik fonlarının, bütçe dışı fonların, özerk hükümet kuruluşlarının yönetiminde olan hesaplar ile çok taraflı kuruluşlardan sağlanan kredilere ve çeşitli kişi ve kurumlardan alınan hibe ve yardımlara ilişkin olanlar da yer almalıdır. Ancak, kamu sermayeli şirketlerin HTH sistemine dâhil edilmesi bu kuruluşların operasyonel bağımsızlığını sınırlayacağından tavsiye edilmemektedir. Söz konusu kuruluşlar, kar amaçlı mal ve hizmet üretmektedirler ve bunların HTH sistemine dâhil edilmesi ticari amaçlı stratejilerini uygulamak için gerekli olan özerkliklerini etkileyebilecektir (Pattanayak, Fainboim, 2010, 9-10).

Özetle, hazine tek hesabının kurulmasının etkin bir nakit yönetimin sayılan tüm amaçlarına fayda sağlayacağı söylenebilir. Tek hesap sisteminde yer alan tüm kamu kaynaklarına erişebilen bir hazine yönetimi piyasalardan gereksiz yere ve yüksek maliyetle borçlanmayacak, vadesi geldiğinde ödemelerini gerçekleştirebilecek ve kamu hesaplarında atıl bir şekilde bekleyebilecek fonları nemalandırabilecektir.

3.1.2.2. Nakit Yönetimi Kapsamının Açık Şekilde Tanımlanması

Bir önceki alt bölümde HTH için belirtildiği gibi nakit yönetiminin çerçevesinin açık bir şekilde tanımlanması önemli bir unsurdur. Merkezi hükümet yıllık bütçede yer almayan gelirlere ve harcamalara sahip olabilir. Birçok ülkede aktif nakit yönetimi için mevcut olan fonların kapsamı merkezi hükümet bütçesinde yer alan fonlardan daha geniş olabilir. Özellikle sosyal güvenlik gibi bütçe dışı fon uygulamaları bu hususun en tipik örnekleridir. Bütçe dışı fonların gelirleri ve harcamaları bütçede yer almazken, etkin ve modern bir nakit yönetimi için hazinenin nakit yönetimi kapsamında yer alabilirler. Kamu nakit yönetiminde yer alacak tüm kurumların kısa dönemli nakit akımlarının tahmini yapılacağından nakit yönetiminin kapsamının belirlenmesi gerekmektedir (Lienert, 2009, 3-4).

3.1.2.3. Kısa Vadeli Nakit Akımlarının Doğru Tahmini

Etkin bir nakit yönetimi için Hazine Tek Hesabına ilişkin kısa vadeli nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ait tahminlerin doğru bir şekilde yapabilecek bir kapasitenin oluşturulması çok önemlidir (Erdener, Çiçek, 2012, 252).

Büyük firmaların vergi ödemeleri, maaş ve emeklilik ödemeleri, mahalli idarelere bütçeden yapılan aktarımlar ve borç servisi ödemeleri gibi büyük tutarlı giriş ve çıkışların zamanlaması genellikle bellidir ve kolaylıkla tahmin edilebilir. Özellikle önemli miktardaki vergi gelirleri girişlerine ve büyük miktartlı harcama çıkışlarına ilişkin tahminlerin mümkün olduğunca gerçekçi bir şekilde yapılması sağlanmalıdır. Bu önemli miktardaki nakit akışlarının geçmiş dönemlerde gösterdikleri hareketleri tanımlayabilmek için devletin finansal yönetim sistemindeki geçmiş dönem verilerinden yararlanarak bir veri tabanı oluşturulabilir. Düşük tutarlı gelir ve harcamalar ise genellikle rutin bir görünüm sergilerler (Lienert, 2009, 8).

3.1.2.4. Yeterli Seviyede İşlem Gerçekleştirme ve Muhasebe Çerçevesi

Hazine Tek Hesabına ilişkin kısa dönemli nakit giriş ve çıkışlarının mümkün olduğunca doğru bir şekilde tahmin edilebilmesi için hükümetin nakit işlemleri ile ilgili kamu muhasebe sisteminden elde edilebilecek yeterli sayıda veriye ihtiyaç vardır (Erdener, Çiçek, 2012, 249).

3.1.2.5. Hazine ile Gelir ve Harcamacı Birimler Arasında Bilgi Paylaşımı

Kısa dönemli nakit akımlarının tahminine ilişkin gerekli verinin sağlanması için ilgili tüm taraflar katkı sağlar. (Erdener, Çiçek, 2012, 250). Bu birimler arasında bilgi paylaşım ağı kurulmalıdır. Nakit girişlerinin zamanına ilişkin bir tercih yapılması söz konusu olduğunda, hazine ile gelir veya gümrük idareleri arasında bilgi paylaşımı yapılması önemlidir. Örneğin, ay ortasında önemli bir nakit çıkışı gerçekleştirilmesi bekleniyorsa, nakit giriş ve çıkışları arasında dengeyi sağlamak amacıyla, hazine gelir idaresinden vergi ödemelerinin gününü ilgili ayın ortasında yapılmasını sağlamasını isteyebilir (Lienert, 2009, 9).

3.1.2.6. Uygun Kurumsal Düzenlemelerin Yapılması

Etkin bir nakit yönetimi için nakit yönetiminin farklı süreçlerine ilişkin her bir kamu kurumunun sorumlulukları açık olmalıdır. Her bir kurumun sorumluluklarını açık bir

şekilde belirleyen yasal düzenlemeler yürürlükte olmalıdır. Mesela, Maliye Bakanlığı veya Hazine ile Merkez Bankası ve ticari bankalar başta olmak üzere diğer kurumlar arasında en azından aşağıdaki konuları düzenleyen protokoller imzalanmalıdır (Lienert, 2009, 6):

- Elektronik gelir toplama ve çeşitli kamu harcamalarının ödenmesine ilişkin Hazinesin merkez bankasına veya ticari bankalara devrettiği yetkiler,
- Merkez bankasının ve ticari bankaların yaptıkları bankacılık hizmetleri karşılığında Hazineden alacakları komisyon ücretleri,
- Kamu kurumları arasında bilgi ve veri paylaşımı konusundaki yükümlölükler,
- Bankaların ve merkez bankasının Hazineye ödeyecekleri faiz miktarı.

3.1.2.7. Modern Bankacılık Sistemlerinden Yararlanılması

Tüm kamu işlemlerinin, ticari bankaların kendi şubelerine elektronik olarak bağlanabildiği, bankalar arası elektronik fon transfer sisteminin yeterince gelişmiş olduğu ve söz konusu sistemin merkez bankasının ödeme sistemine uyum sağlayabildiği modern bankacılık sisteminden yararlanılarak gerçekleştirilmesi durumunda nakit yönetiminin etkin çalışması kolaylaşacaktır (Lienert, 2009, 5).

Elektronik işlemlerin artması, harcamalara ilişkin yaşanabilecek gecikmeleri azaltacaktır. Bu durum yüklenicilere yapılacak ödemelerde belirsizliği azaltarak bir yandan devlet itibarının azalmasının önüne geçecek, diğer yandan ise ileride ödemelerde yaşanan gecikmelerin neden olacağı yüksek maliyetle mal ve hizmet alınmasını engelleyecektir. Elektronik işlemlerin yoğun olarak kullanılması, özellikle nakit ve çekle ödemelerin sıkça yapıldığı durumlara göre hırsızlık ve zimmet gibi operasyonel risklerin azalmasını sağlayacaktır (Williams, 2004, 3).

Diğer taraftan, hazineye gelir toplama veya harcamaları yapma hizmetlerini sağlayan bankaların her bir işlem sayısı bazında, tutarlardan bağımsız olarak, ücretlendirilmesi gerekmektedir. Bu hizmeti sağlayacak bankalar, rekabetçi yöntemlerle seçilmeli ve her çalışma gününün sonunda hesap bakiyelerinde kalan tutarları merkez bankasında yer alan hazine hesabına transfer edebilme kapasitesine sahip olmalıdır. Bu sayede, kamu kurum ve kuruluşlarının ticari bankalarda yer alan hesap bakiyelerinin atıl bir durumda beklemesinin önüne geçilmiş olunacaktır. Ancak, bazı ülkelerde bankalar çeşitli kamu kurumlarının gelirlerini toplama görevini üstlenmişlerdir. Bu ülkelerde

hazine ile ticari bankalar arasında belirli bir komisyon üzerinde anlaşmak yerine genellikle tahsilâtların birkaç gün bankalarda bekletilmesi yöntemi benimsenmiştir. Örneğin Kolombiya’da bu süre 20 günden fazladır. Söz konusu gecikmeler ise hazinenin etkin bir nakit yönetimi uygulamasını güçleştirmektedir (Lienert, 2009).

3.1.2.8. Nakit Yönetiminde Kısa Vadeli Finansal Araçların Kullanımı

Modern hazine yönetimlerine sahip gelişmiş ülkelerde, tüm kamu hesaplarının birleştirildiği HTH’yi günlük olarak izleyen nakit yöneticileri geçici bir nakit açığı veya fazlası ile karşılaştıklarında finansal piyasalardan kısa vadeli borçlanabilmekte ve finansal piyasalara kısa vadeli borç verebilmektedirler. Hazinenin aktif bir piyasa katılımcısı olması para piyasalarının da gelişmesine katkı sağlamaktadır (Erdener, Çiçek, 2012, 251).

Finansal piyasaların ve kısa vadeli finansal araçların gelişimi Hazinenin merkez bankasında yer alan nakit rezervine ilişkin minimum bir hedef belirlemesini ve belirlenmiş bu hedefe ulaşılmasını kolaylaştıracaktır. İngiltere ve İsveç gibi Avrupa Birliği ülkelerinde maliye bakanlığı merkez bankası nezdinde tutulan nakit rezervini belirlenen minimum seviyede tutarak tüm kamu kaynaklarını değerlendirme sorumluluğunu üstlenmiştir (Williams, 2004, 10).

Finansal piyasaların ve kısa vadeli finansal araçların yeterince derinleştiği ülkelerde; Hazinelerin piyasalarda yeterince nakde ulaşamama riski azalacağından, özellikle borç anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirmek amacıyla rezerv tutma ihtiyacı azalacaktır. Kısa vadeli finansal araçların çoğalması ile geçici nakit açıklarının uzun vadeli ve yüksek maliyetli borçlanma araçları yerine düşük maliyetli borçlanma araçları ile karşılanması sağlanacaktır. Yeterli nakde zamanında, istediği tutarda ve düşük maliyetle ulaşabilen bir Hazine yönetiminin yükümlülüklerini yerine getirememesi riski ve nakit yönetimi amaçlı yüksek rezerv tutma ihtiyacı da azalacaktır (Erdener, Cangöz, 2010, 16-17).

Hazine nakit rezervinin minimum seviyede tutulabilmesi ise bu tutarın üstündeki kaynakların merkez bankasında ya da ticari bankalarda piyasa faiz oranları ile nemalandırılmasını sağlar. Böylece hazine nakit yönetiminin önemli bir amacı olan banka sisteminde bulunan mevduatın getirisinin maksimize edilmesi amacına da ulaşılması sağlanacaktır. Ancak, hazine nakit rezervinin ticari bankalarda

nemalandırılması, hükümet için karşı taraf riski oluşturduğundan uygun teminat mekanizmaları ile desteklenmelidir (Williams, 2004, 10).

3.1.2.9. Borç ve Nakit Yönetiminin Entegrasyonu

Hazine nakit yönetimi, daha çok kısa vadeli bir stratejiye sahiptir ve piyasaya kısa vadeli borçlanma ve borç verme amacıyla girmektedir. Nakit yönetimi amaçlı çıkarılan borçlanma araçları para piyasasına yönelik olup, çok kısa vadeli nakit ihtiyaçları için ve düşük maliyetli olarak ihraç edilmektedir. Borç yönetimi ise nakit yönetiminin tersine daha uzun vadeli stratejilere sahiptir ve daha uzun vadeli ve yüksek maliyetli borçlanma araçlarına dayanmaktadır. Borç yönetimi, parlamentoca onaylanan bütçe tahminleri doğrultusunda belirli bir borçlanma programı hazırlamakta ve borçlanma programını kamuoyuna önceden duyurmaktadır. Kamuoyuna duyurulan borçlanma programından sapmamak, borç yönetiminin amaçlarından birisidir. Önceden ilan edilen borçlanma programları, hazine nakit yönetiminin ihtiyaçlarının dışında borçlanılmasına ya da eksik borçlanılmasına neden olabilmektedir (Lienert, 2009, 7).

Diğer taraftan, nakit yönetimi kapsamında hazine hesaplarına ilişkin kısa vadeli nakit giriş ve çıkışlarının tahmin edilmesi sonucunda hazine nakit programı hazırlanmaktadır. Hazırlanan bu program sayesinde hazine nakit açığı ya da fazlası ve dolayısıyla borçlanma miktarı tahmin edilmektedir. Kamuoyuna duyurulacak olan borçlanma programının ve stratejisinin en önemli girdisi, nakit yönetimi çerçevesinde hazırlanan nakit programıdır. Bu açıdan bakıldığında, borç yönetimi ile nakit yönetiminin koordinasyonun son derece önemli olduğu görülmektedir. Çünkü olası bir bilgi eksikliği ya da koordinasyonsuzluk, normalden fazla tutarda borçlanmaya gidilmesine veya ihtiyacın altında borçlanılmasına neden olabilecektir. Söz konusu her iki durum da hazine için ciddi bir maliyet ve itibar kaybı demektir (Erdener, Cangöz, 2010, 10).

3.1.3. Türkiye’de Nakit Yönetimi

Bu alt bölümde; Türkiye’deki nakit yönetimi uygulamalarından bahsedilerek Türkiye’deki nakit yönetiminin, bir önceki alt bölümde bahsedilen uluslararası en iyi uygulamalar çerçevesinde modern nakit yönetimi özellikleri çerçevesinde değerlendirilmesi yapılacaktır.

Nakit yönetimi faaliyetleri ülkemizde Hazine Müsteşarlığı tarafından yürütülmektedir. Hazinenin nakit yönetimi uygulamaları, Tek Hazine Hesabının kurulduğu 1972 yılından sonra uzun süre, nakit yönetiminin bir program dâhilinde yapılmaya başlanması dışında, önemli bir değişim göstermemiştir. 2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunla oluşturulan yasal altyapı temel alınarak nakit yönetiminin modernizasyonu çalışmaları başlatılmıştır (Erdener, Cangöz, 2010, 3).

3.1.3.1. Hazine Tek Hesabının Oluşturulması

Nakit yönetiminin etkin bir şekilde uygulanıp uygulanmadığının değerlendirilmesinde ele alınacak ilk unsur, HTH'nin ne ölçüde oluşturulduğudur. Daha öncede bahsedildiği gibi Türkiye'de Tek Hazine Hesabı (THH) 1972 yılında ilk olarak oluşturulmuştur. THH ile Hazine tarafından belirlenen genel bütçeye bağlı bazı muhasebe birimlerinin eski adıyla saymanlıkların ve vergi dairelerinin yurtiçindeki tahsilat ve ödemelerinin T.C. Ziraat Bankası (TCZB) şubeleri aracılığıyla gerçekleştirilmesi ve haftalık dönemler halinde Hazine'nin T.C. Merkez Bankası (TCMB) nezdindeki bir hesabında muhasebeleştirilmesine imkân sağlanmıştır. 1972 yılından 2007 yılına kadar uygulanan bu sistem uluslararası uygulamalardan farklı bir şekilde işlemiştir (Erdener, Cangöz, 2010,3).

Sistem içinde yer alan bakanlıkların taşradaki muhasebe birimleri ve vergi dairelerinin vergi ve vergi dışı tahsilâtları bu birimlerin bulundukları yerdeki TCZB şubeleri nezdindeki hesaplarında toplanmıştır. THH kapsamında ödemeler de yine bu birimlerin tahsilâtlarının toplandığı aynı hesaplardan gerçekleştirilmiştir. Görüldüğü üzere tahsilâtlar ve ödemeler aynı hesap üzerinden yapıldığından ve söz konusu tutarların hazinenin merkez hesabına aktarımı haftada bir yapıldığından sağlanan gelirler üzerinden bakiye kalması durumunda muhasebe birimleri ödemelerini bu bakiye üzerinden yapabilmekteydiler. Diğer taraftan, muhasebe birimlerinin hesaplarında yeterli para olmasa dahi ödemeler TCZB tarafından fonlanmak suretiyle yapılabilmıştır (Eğilmez, 2009, 52).

Sistem içinde yer alan bakanlıkların merkez muhasebe birimleri de TCMB nezdinde kendi adlarına hesap açmış, tahsilâtlarını bu hesapta toplamış ve ödemelerini de yine bu hesaptan gerçekleştirmişlerdir. Merkez muhasebe birimlerinin hesaplarında yeterli nakit bulunmaması halinde Hazineden nakit talebinde bulunulmuş ve Hazine söz

konusu hesaplara nakit aktarımını gerçekleştirmiştir. Merkez muhasebe birimlerinin hesaplarında birikmeler oldukça Hazine söz konusu tutarların Hazinesinin merkez bankasındaki hesabına aktarılmasını istemiş ve düzenli bir aktarım sistemi oluşmamıştır (Erdener, Cangöz, 2010, 5).

Merkez ve taşra sisteminde muhasebe birimlerinin tahsilat ve ödemelerini aynı hesap üzerinden gerçekleştirmeleri ve TCZB ile Hazinesinin TCMB nezdindeki hesapları arasındaki mutabakatın haftalık dönemler halinde yapılması, Hazinesinin hesaplarına girmesini beklediği tutarların beklenen tutarda ve zamanda gerçekleşmemesi sonucunu doğurmuştur. Şüphesiz böyle bir sistemde Hazinesinin kamu hesapları üzerinde etkin bir kontrolü olduğunu söylemek imkânsızdır.

Yukarıda görüldüğü üzere söz konusu sistemin eksikliklerinin giderilmesi ve kamu ödeme ve tahsilat sistemlerinin uluslararası en iyi uygulamalara yaklaştırılmasını sağlamak amacıyla nakit yönetimi modernizasyonu çalışmalarına başlanılmıştır. Bu çerçevede, 31.07.2007 tarihinde Hazine, Maliye Bakanlığı ve T.C. Merkez Bankası arasında “Tek Hazine Cari Hesabına İlişkin Protokol” imzalanmıştır. Bu protokolle 1972 yılından itibaren uygulanmakta olan “Tek Hazine Hesabı” sistemi “Tek Hazine Cari Hesabı” adı altındaki ödeme ve tahsilat sistemine dönüştürülmüştür. Ayrıca, TCMB’nin yaygın bir şube ağı olmadığından sistemin TCMB’nin muhabir bankası olan TCZB üzerinden yürütülmesini düzenlemek amacıyla TCZB ile Hazine ve Maliye Bakanlığı arasında 31.08.2007 tarihinde bir alt protokol imzalanmıştır. Daha sonra, genel bütçe kapsamındaki kamu idarelerinin ödeme ve tahsilat işlemlerine ilişkin usul ve esasları belirleyen yasal düzenleme 18.06.2011 tarihli ve 27968 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu düzenleme ile kamu elektronik ödeme sistemine geçilmesi kapsamında TCZB sistemden çıkarılmıştır.

Tek Hazine Hesabının ülkemiz uygulamasında öncelikle Hazinesinin TCMB Ankara Şubesi nezdinde bir ana hesabı (410 No.lu Hesap) bulunmaktadır. Söz konusu ana hesabın alt hesapları olarak birer ödeme ve tahsilat hesapları mevcuttur. Maliye Bakanlığı tarafından vergi daireleri dışında kalan genel bütçeye bağlı tüm muhasebe birimleri adına TCMB Ankara Şubesi nezdinde birer ödeme hesabı açılmıştır. Merkez muhasebe birimlerinin yurt dışı ödemeleri için ise her bir merkez muhasebe birimi adına yine TCMB Ankara Şubesi nezdinde ayrıca birer yurt dışı ödeme hesabı açılmıştır. Vergi daireleri adına TCMB veya herhangi bir muhabir banka nezdinde açılmış ödeme hesabı bulunmamaktadır. Görüldüğü üzere, merkez ve taşra muhasebe

birimleri arasında ödeme hesapları açısından herhangi bir farklılık bulunmamaktadır (Genel Bütçe Kapsamındaki Kamu İdarelerinin Ödeme ve Tahsilat İşlemlerinin Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, 2011).

Nakit yönetimi kapsamında Maliye Bakanlığınca TCMB nezdinde her bir merkez muhasebe birimi için birer tahsilat hesabı oluşturulmuştur. Merkez dışı (taşra) muhasebe birimleri için ise bu birimlerin bulunduğu il ve ilçelerde yer alan bir muhabir banka nezdinde tahsilat hesabı açılmıştır. Ayrıca, söz konusu merkez dışı muhasebe birimlerinin tahsilat hesaplarının bulunduğu muhabir bankalar nezdinde Hazine adına açılmış tahsilat hesapları mevcuttur (Genel Bütçe Kapsamındaki Kamu İdarelerinin Ödeme ve Tahsilat İşlemlerinin Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, 2011).

Tek Hazine Cari Hesabının (THCH) uygulamasına bakıldığında THH'ye göre en büyük ve en önemli farkı; muhasebe birimlerinin Hazine'nin günlük nakit programında bulunmayan bir ödemeyi artık yapamayacak olması ve tahsilatların da herhangi bir ödeme için kullanılmadan doğrudan doğruya Hazine'nin merkez bankası nezdinde bulunan ana hesabına aktarılmasıdır.

THCH sistemi içinde yer alan muhasebe birimlerine ait ödeme hesaplarından nakit para çekilmesi mümkün değildir. Bu hesaplardan sadece Hazine tarafından nakdi aktarılan ödemeler yapılmaktadır. Muhasebe birimleri nakit taleplerini say2000i sistemine girmekte ve bu nakit talepleri elektronik olarak her gün saat 15.30'a kadar Hazine'ye aktarılmaktadır. Hazine tüm nakit taleplerini nakit programı çerçevesinde değerlendirdikten sonra yapılacak aktarım miktarını belirlemektedir. Hazinece belirlenen bu tutarlar aynı gün saat 16.30'a kadar say2000i sistemi üzerinden her bir muhasebe birimine ve TCMB'ye bildirilmektedir. Nakit, ödeme günü itibariyle saat 9.00'a kadar TCMB tarafından Hazine İç Ödemeler Saymanlığının hesabından ilgili muhasebe birimlerinin TCMB nezdindeki ödeme hesaplarına aktarılmaktadır. Daha sonra ise ilgili muhasebe biriminin muhasebe yetkilisi tarafından söz konusu tutar doğrudan hak sahibinin hesabına gönderilmektedir. Herhangi bir nedenle ödenemeyen tutarlar gün sonunda Hazinenin İç Ödemeler Saymanlık Müdürlüğü'nün merkez hesabında toplanmaktadır (Genel Bütçe Kapsamındaki Kamu İdarelerinin Ödeme ve Tahsilat İşlemlerinin Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, 2011).

THCH sisteminin uygulamasının tahsilat kısmına bakıldığında ise; merkez muhasebe birimleri ile taşra muhasebe birimlerinin tahsilatlarının işleyişinin biraz farklı olduğu görülmektedir. Merkez muhasebe birimlerinin tüm tahsilatları TCMB nezdindeki tahsilat hesaplarında toplanmaktadır. Toplanan bu tutarlar TCMB tarafından gün sonunda Hazinesin ana hesabına aktarılmaktadır. Taşra muhasebe birimlerinin muhabir banka şubeleri nezdindeki tahsilat hesaplarına gelen EFT ve havale tutarları aynı gün sonunda, önce ilgili muhabir banka nezdindeki Hazine tahsilat hesabına oradan da TCMB nezdindeki 410 No.lu Hazine hesabına aktarılmaktadır. Günlük olarak alınan nakit ve çek tahsilatları ise TCZB tarafından taşra muhasebe birimlerinden teslim alınarak ertesi gün Hazinesin TCMB'deki hesabına aktarılmaktadır. Nakit yönetimi çerçevesinde oluşturulan söz konusu tahsilat ve ödeme hesapları arasında nakit aktarımı yapılamamaktadır. Ödeme hesaplarından nakit para çekimi yapılamamakta ve tahsilat hesabından hiçbir şekilde ödeme yapılamamaktadır. (Genel Bütçe Kapsamındaki Kamu İdarelerinin Ödeme ve Tahsilat İşlemlerinin Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, 2011).

Nakit yönetiminin vergi dairelerinin hesaplarına ilişkin uygulamasına bakıldığında, daha öncede bahsedildiği üzere vergi daireleri için açılmış herhangi bir ödeme hesabı bulunmamaktadır. Vergi dairelerinin tahsilat hesapları ise TCMB veya muhabir banka nezdinde açılabilir. İlk olarak vergi mükellefleri vergi borçlarını herhangi bir ticari bankaya veya bağlı olduğu vergi dairesinin hesabının bulunduğu muhabir banka ya da TCMB nezdindeki vergi dairesi hesabına yatırabilmektedirler. Vergi ödemelerinin yatırıldığı ticari bankalar bu tutarları doğrudan Hazinesin TCMB nezdinde bulunan ana hesabına ya da bu hesaba aktarılmak üzere muhabir banka nezdindeki Hazine tahsilat hesabına aktarmaktadırlar (Genel Bütçe Kapsamındaki Kamu İdarelerinin Ödeme ve Tahsilat İşlemlerinin Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, 2011).

3.1.3.2. Nakit Yönetiminin Kapsamı

Etkin bir nakit yönetimi için kapsamının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, Türkiye'deki uygulamalara bakıldığında nakit yönetiminin kapsamına yalnızca genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri girmektedir. Genel bütçeli idarelerin saymanlıklarının (merkezi bakanlık muhasebe müdürlüklerinin,

defterdarlık ve mal müdürlükleri ile vergi dairelerinin) hesapları nakit yönetimi kapsamına girmektedir. Bütçe dışı fonlar nakit yönetimi kapsamının dışında tutulmuştur (Erdener, Çiçek, 2012, 261).

Etkin bir nakit yönetimi için gereken özellikleri sayarken bütçe tarafından kontrol edilip edilmediğine bakılmaksızın bütçe içi ve bütçe dışı tüm fonların nakit akımlarının Hazinesinin yönetiminde olan bir tek hesapta toplanması gerektiğini belirtmiştik. Bu çerçevede, bütçe dışı fonların nakit yönetimi kapsamının dışında tutulması bir olumsuzluk olarak görülmektedir.

Ülkemizde 2012 yılı itibarıyla beş adet bütçe dışı fon bulunmaktadır. Bunlar: Özelleştirme Fonu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF), Savunma Sanayini Destekleme Fonu (SSDF), Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonu, (SYDTF) ve Tanıtma Fonudur (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 194). Her ne kadar söz konusu fonlar nakit yönetimi kapsamı dışında olsa da zaman zaman yapılan yasal düzenlemeler ile bu fonlardaki nakit fazlalıkları ya da fonların nema gelirleri finansman amaçlı olarak Hazineye aktarılmaktadır (Karabaş, 2005).

Bütçe dışı fonların varlığı Hazinesinin etkin bir nakit yönetimi uygulamasını engellemektedir. Seksenli yılların başına kadar devletin gelir ve gider yönetiminin tek sorumlusu Hazine iken bu yıldan sonra bütçe dışı fon uygulamaları başlamıştır. Söz konusu fon uygulamaları, devlet faaliyetlerinin bütçe dışına kaymasına sebep olarak bütçe disiplininin bozulmasına ve nakit yönetiminin etkinliğini kaybetmesine sebep olmuşlardır (Eğilmez, 2009, 37). Örneğin, SYDTF'nin gelir kalemlerine bakıldığında, en önemli gelir kaleminin gelir ve kurumlar vergisinden ayrılan paylar olduğu görülmektedir. 2011 yılı için söz konusu payın fonun gelir kalemleri içerisinde yüzde 76,4 civarında olduğu görülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a). Söz konusu fon uygulaması ile bir yandan Hazine hesaplarına girmesi gereken gelirler fon hesabına aktarılmakta, diğer yandan ise bütçe dışı fonların harcama usulleri bütçe mevzuatı dışında olduğundan fon harcamaları meclis denetimi dışına çıkarılmaktadır.

Fon uygulamaları belirli bir sosyal amaca sahip olduğundan varlıkları sosyal amaçlar için gerekli iken söz konusu fonların gelirlerinin de merkezi bir hesapta toplanması ve harcamalarının da Hazinesinin kontrolünde ve nakit programı doğrultusunda yapılması önem arz etmektedir. Örneğin, İşsizlik Sigortası Kanununun 53'üncü

maddesine göre; İşsizlik Sigorta Fonunun finansal ve nakit yönetiminden Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü sorumludur. Fonun en önemli gelir kalemi, bütçeye girmesi gereken ancak söz konusu fona tahsis edilen devlet, işveren ve çalışanlardan kesilen işsizlik sigorta primlerinden oluşmaktadır. Fonun kurulma amacı sigortalı olarak çalışan ve primini ödeyen çalışanların ileride işsiz kalmaları durumunda belirli bir süre İşsizlik Sigorta Fonundan kendilerine ödeme yapılmasıdır. Fonun bu sosyal amacı sayesinde ekonomik durgunluk dönemlerinde ekonominin aşırı bir şekilde soğuması önlenebilecektir. Ayrıca, bu fona ayrılan paranın başka bir amaçla kullanılmaması da son derece önemlidir. Ancak Hazine ile fon arasında yapılacak etkin bir işbirliği ile fonun gelirlerinin günlük olarak Hazinenin tek hesabına aktarılması ve burada diğer fonlar ve devlet gelirleri ile değerlendirilmesi ve etkin bir nakit programı çerçevesinde söz konusu fonun harcamalarının yapılması durumunda hem Hazinenin finansman ihtiyacı azalacak hem de borçlanma maliyetleri düşecektir. Diğer taraftan bütçe dışı fonların Hazine tek hesabına alınması, söz konusu fonların ödemelerinin etkin bir şekilde yapılmasına engel teşkil etmemelidir. Şüphesiz böylesi bir durumda fonların sosyal amacının dışına çıkmış olacaktır (İşsizlik Sigortası Kanunu, 1999, 7650).

Ülkemiz nakit yönetimi uygulamasında merkezi yönetime dâhil olan ancak belirli bir özerkliği bulunan üniversiteler gibi özel bütçeli idareler de nakit yönetimi kapsamı dışında tutulmaktadır. Söz konusu özel bütçeli idareler ile nakit yönetimi arasındaki ilişki maliye bakanlığı bütçesi aracılığı ile kurulmaktadır. Bilindiği üzere, özel bütçeli idarelerin kendi öz kaynakları bulunmaktadır. Ancak, özel bütçeli idarelerin öz kaynakları kendi giderlerini karşılamaya yetmemekte ve bu idareler her yıl genel bütçeden yardım almaktadırlar. Söz konusu hazine yardımı, maliye bakanlığı bütçesine bu amaçla konulan ödeneklerle sağlanmaktadır. Genel bütçeden özel bütçeli idarelere yapılacak aktarmalar da ilgili özel bütçeli idarelerin maliye bakanlığına fon ihtiyacını bildirmesi ve maliye bakanlığı saymanlığının da Hazine'den fonu talep etmesi ile gerçekleşmektedir. Özel bütçeli idareler, hesaplarını yalnızca kamu sermayeli bankalarda açabilmektedirler. Burada en büyük risk, özel bütçeli idarelerin hesaplarında yeterli paraları olsa da Hazineden nakit yönetimi kapsamında fon talep edebilecek olmalarıdır. Diğer bir risk ise; özel bütçeli idarelerin hesaplarında atıl bekleyen paraya Hazinenin ihtiyaç duyduğunda ulaşamamasıdır. Özel bütçeli idarelerin bütçelerinde bekleyen paralar herhangi bir

getiri elde etmiş olsa bile, Hazine söz konusu parayı kullanmak yerine piyasadan belirli maliyetle borçlanmak zorunda olacaktır. Ülkemizdeki uygulamada, Hazine özel bütçeli idarelerin hesaplarına girememekte; ancak say2000i sistemi çerçevesinde özel bütçeli idarelerin hesaplarında ne kadar para olduğunu bilebilmektedir. Bu sayede hesaplarında yeterli para olduğu görülen özel bütçeli idarelerin fon talepleri Hazinenin nakit durumuna göre belirli bir süre ertelenebilmektedir. Fakat bazı durumlarda özel bütçeli idarelerin hesaplarında atılmış gibi gözüken paralar aslında belirli bir projeye tahsis edilmiş özel bir hesapta bekleyen paralar olabilmekte ve böylece nakit aktarımlarının ertelenmesi mümkün olamamaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken konu; bütçe dışı fon uygulamasında olduğu gibi özel bütçeli kuruluşların nakit yönetimi kapsamına alınması durumunda, söz konusu kuruluş veya fonların harcamalarına müdahale edilmemesi ve fonlarının piyasa faizi üzerinden nemalandırılmasıdır.

Nakit yönetimine merkezi yönetim bütçesi içerisinde yer alan düzenleyici ve denetleyici kurumlar açısından bakıldığında söz konusu kurumların da özel bütçeli kurumlarda olduğu gibi nakit yönetiminin dışında tutulmuş oldukları görülmektedir. Her bir düzenleyici kurumun da kendi tüzel kişiliği bulunmaktadır. Ancak, özel bütçeli idarelerden farklı olarak bu kurumların mali ve idari özerkliği daha fazladır. Ayrıca, bu kurumların kendi öz kaynakları hemen hemen kendi giderlerinin tümünü karşıladığından bu kuruluşların nakit yönetimi kapsamında Hazine yardımı ihtiyaçları çok sınırlı olmaktadır. Tablo 1’de 2013 yılı merkezi yönetim bütçesi kanununun 1’inci ve 2’inci maddelerinde yer alan harcama ve gelir tahminlerine ilişkin bilgilere yer verilmiştir. Tablo 1’den de anlaşılacağı üzere, düzenleyici kurumların kendi hesaplarına girecek nakit toplamı kendi harcamalarının neredeyse tümünü karşılamaktadır. Dolayısıyla bu kurumların nakit ihtiyacı kapsamında hazine nakit yönetimi üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır (2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu, 2012).

Tablo 1: Özel Bütçeli ve Düzenleyici Kurumların 2013 Yılı Bütçe Tahminleri

Bütçe Türü	Ödenek Toplamı	Öz Gelir Tahminleri	Hazine Yardımı
Özel Bütçeli İdareler	5.002.167.100 TL	6.617.837.200 TL	38.766.047.450 TL
Düzenleyici Kurumlar	2.363.741.000 TL	2.342.150.000 TL	21.591.000 TL

2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi, 2012.

Mahalli idareler ile kamu sermayeli işletmeler de nakit yönetimi kapsamı dışında tutulmuşlardır. Genel bütçe ile özel bütçeli idareler arasındakine benzer bir uygulama genel bütçe ile mahalli idareler arasında da bulunmaktadır. Buna göre, mahalli idareler her yıl genel bütçeden transfer ödemeleri altında pay almaktadırlar. Genel bütçe vergi gelirlerinden bir kısmı, maliye bakanlığı bütçesine konulan ödeneklerle mahalli idarelere aktarılmaktadır. Dolayısıyla, özel bütçeli idarelere ilişkin değerlendirmelerimiz mahalli idarelere ilişkin de geçerli olacaktır. Kamu sermayeli kuruluş ve işletmelerin ise nakit yönetimi kapsamın dışında tutulmuş olmaları uluslararası uygulamalara paralel bir düzenleme oluşturmaktadır. Bu tür kuruluşlar piyasaya yönelik mal ve hizmet ürettiklerinden ve özel hukuk hükümlerine tabi olduklarından, bunların nakit yönetimi kapsamına alınmaları operasyonel bağımsızlıklarını etkileyebilecektir.

3.1.3.3. Kısa Vadeli Nakit Akımlarının Tahmini

Etkin bir nakit yönetimi için Hazine hesaplarına girecek ve Hazine hesaplarından çıkacak nakit akımlarının tutarının ve zamanlamasının doğru bir şekilde tahmin edilebilmesi çok önemlidir. Bunun için nakit yönetimi kapsamında tahmin kapasitesinin güçlü ve gelişmiş olması gerekmektedir. Kısa vadeli nakit akımlarının tahmini kapsamında Hazine Müsteşarlığı tarafından “Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Nakit Taleplerinin Hazırlanması ve Hazine Müsteşarlığına Bildirilmesine İlişkin Yönetmelik” yayımlanmıştır.

Türkiye uygulamasında her yıl bütçenin onaylanmasını takiben genel bütçe kapsamındaki kuruluşlar, 5018 sayılı Kanun’un 20’inci maddesi hükmü uyarınca Maliye Bakanlığına vize edilmek üzere ayrıntılı harcama programlarını göndermektedirler (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003). Bu sayede genel bütçeli kuruluşların bütçe ödenekleri serbest bırakılmaktadır. Hazine, aylık nakit programını hazırlarken kuruluşların serbest bırakılmış ödeneklerine ilişkin nakit taleplerini dikkate almaktadır. Bu doğrultuda, Hazine tarafından aylık nakit programı hazırlanmaktadır. Bunu takiben nakit programı her ay sonunda, gelecek üç ay için günlük nakit giriş ve çıkışlarına ilişkin öngörüler doğrultusunda güncellenmektedir (Erdener, Cangöz, 2010, 11). Örneğin Şubat ayı sonunda Mart, Nisan ve Mayıs dönemi için günlük nakit programı hazırlanmaktadır. Bu kapsamda, kamu kurum ve kuruluşlarının strateji geliştirme birimleri her ay, izleyen üç ayı

kapsayacak şekilde merkez ve taşra birimlerinin nakit ihtiyaçlarını tespit ederek her ayın son iş gününden dört iş günü önce Hazine Müsteşarlığına bildirmektedir. Hazine, nakit taleplerini nakit programı kapsamında değerlendirerek aylık nakit aktarım programını hazırlamakta ve kamu kurum ve kuruluşlarına bildirmektedir. (Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Nakit Taleplerinin Hazırlanması ve Hazine Müsteşarlığına Bildirilmesine İlişkin Yönetmelik, 2011).

Faiz dışı harcamalar ise genel bütçeden pay alan kurumlardan her ay ileriye dönük olarak üçer aylık nakit ihtiyaç tahminleri temin edilmekte ve Hazine tarafından kurum bazında değerlendirildikten sonra ilgili kurumlara her ayın başında bildirilmektedir. Örneğin, genel bütçeli idarelerden biri olan Sağlık Bakanlığı Mart, Nisan ve Mayıs ayları için öngördüğü nakit çıkışlarını Hazineye iletmekte; Hazine ise Mart ayı için Sağlık Bakanlığına hangi gün ne kadar nakit aktarımı yapacağını bildirmektedir. Böylece Sağlık Bakanlığı Mart ayı için nakit programını ona göre düzenlemektedir. Söz konusu süreç her ay tekrarlanmaktadır. Borç servisi tahminleri ise Hazine Müsteşarlığınca yapılmakta ve günlük olarak nakit programına yansıtılmaktadır (Erdener, Cangöz, 2010, 14).

Gelir tahminleri, özellikle vergi geliri tahminleri için Maliye Bakanlığında yıllık bazda vergi geliri tahminleri temin edilmekte ve ekonomik gelişmeler ile önceki dönemlerdeki gelişmeler dikkate alınarak bu tahminler nakit bazlı ve günlük olarak nakit programına dâhil edilmektedirler (Erdener, Cangöz, 2010, 12).

Nakit akımlarının tahmini çerçevesinde dönem içerisinde gelir akımı tahminleri yapılırken Gelir İdaresi Başkanlığı ve Gümrük ve Ticaret Bakanlığı ile Hazine Müsteşarlığı arasındaki koordinasyonun daha iyi bir şekilde kurulması gerektiği düşünülmektedir. Gelir İdaresi Başkanlığı'nın kendi kullandığı otomasyon sistemi olan VEDOP sistemi, say2000i sistemi içerisine henüz dâhil edilememiştir.

3.1.3.4. Yeterli Seviyede İşlem Gerçekleştirme

Ülkemizde kamu harcamalarına ilişkin işlemlerin muhasebeleştirilmesi ve kamu mali istatistiklerinin üretilmesi amacıyla 2002 yılı başında say 2000i adlı yazılım tüm muhasebe birimlerince kullanılmaya başlanmıştır. Diğer taraftan elektronik fon transferi amacı ile THCH için gerekli olan işlem sayısını karşılayabilmesi için TCMB'nin yazılımı geliştirilmiştir. Bu çalışmalar sonucunda Kamu Hesapları Bilgi Sistemleri oluşturulmuştur (Erdener, Çiçek, 2012, 265).

3.1.3.5. Hazine ile Gelir ve Harcamacı İdareler Arasında Bilgi Paylaşımı

Ülkemizde nakit programı hazırlıkları için Hazine ile yüksek miktarda nakit aktarılan harcamacı kurumlar arasında her ayın sonunda düzenli olarak koordinasyon toplantıları yapılmaktadır. Ancak, gelir tarafında ise özellikle vergi gelirlerinin toplanmasından sorumlu kuruluşlar ile Hazine arasında nakit esaslı gelirlerin tahmininde kullanılacak olan bilgi paylaşımı yeterince gerçekleştirilememektedir. Söz konusu durum, Hazinenin etkin bir nakit yönetimi uygulaması için önemli bir engel oluşturmaktadır.

3.1.3.6. Kurumsal Düzenlemelerin Yapılması

4749 sayılı Kanun'un 12'inci maddesi uyarınca kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının giderilmesi amacıyla para piyasalarında nakit işlem yapma veya yaptıрма, Hazine hesaplarında oluşacak nakit fazlalıklarını değerlendirmek amacıyla TCMB aracılığıyla nemalandırılmasını teminen işlem yaptırmaya Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan yetkilendirilmiştir (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002).

Kamu ödeme sistemlerine ilişkin olarak THCH kapsamında sistemde yer alan tarafların yetki ve sorumluluklarını belirlemek amacıyla Maliye Bakanlığı, Hazine ve TCMB arasında 31.07.2007 tarihinde protokol imzalanmıştır. Yine söz konusu sistem altında gelir tahsilatlarına ilişkin muhabir banka olarak görev yapacak olan TCZB ile Hazine ve Maliye Bakanlığı arasında da 31.08.2007 tarihinde bir protokol imzalanmıştır (Erdener, Çiçek, 2012, 268)

Hazine hesaplarında biriken nakit fazlalıklarının değerlendirilmesi kapsamında 1211 sayılı Merkez Bankası Kanun'un 41'inci maddesinde yapılan değişiklikle, Hazine nakit rezervinin nemalandırılması sağlanmıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, 1970, 4651). Bu çerçevede yıllardır Hazinenin TCMB nezdindeki hesabına faiz işletilemeyeceğini düzenleyen kanun hükmü kaldırılmış olmaktadır. Yapılan hukuki düzenlemenin ardından TCMB nezdinde yer alan Hazine ana hesabı, TCMB tarafından günlük olarak Bankanın kısa vadeli borçlanma faiz oranı üzerinden nemalandırılmaktadır.

Kurumsal düzenlemeler çerçevesinde en önemli sorun, Maliye Bakanlığı ile çeşitli bankalar arasında vergi tahsilâtına ilişkin veya çeşitli kamu kuruluşlarının

hesaplarının bulunduğu ticari bankalarla yaptıkları protokollere Hazinesinin herhangi bir müdahalesi olamamasıdır. Maliye Bakanlığı vergi tahsil etme yetkisini yapılan protokollerle çeşitli ticari bankalara vermektedir. Bu sayede, nakit veya çekle çeşitli muhasebe müdürlüklerine yapılan ödemelerin bankalara taşınması sırasında yaşanabilecek operasyonel risklerin önüne geçilmiştir. Ancak, maliye bakanlığı ticari bankalara belirli bir komisyon ödemek yerine ticari bankaların tahsil ettiği tutarları birkaç gün beklettikten sonra hazinenin ana hesabına aktarmalarını kararlaştırmıştır. Kredi kartı ile yapılan ödemelerde ise söz konusu bekleme süresi 20-22 günü bulabilmektedir. (Erdener, Çiçek, 2012, 270). Bu durum vergi veya diğer gelirlerin hazine hesaplarına geç intikal etmesine neden olmakta ve etkin nakit yönetimi önünde ciddi bir engel oluşturmaktadır.

3.1.3.7. Modern Bankacılık Tekniklerinden Yararlanılması

Tek Hazine Cari Hesabı uygulaması ile TCMB aracılığı ile elektronik fon transferleri gibi bankacılık teknikleri ödemelerde kullanılmaya başlanmıştır. Böylece ülkemizde de nakit yönetiminde modern bankacılık sistemleri kullanılmaya başlanmıştır. Daha önce de bahsedildiği üzere merkez veya merkez dışı olup olmamasına bakılmaksızın genel bütçeli kamu idarelerinin her bir muhasebe müdürlüğünün TCMB nezdinde birer ödeme hesapları bulunmakta ve söz konusu hesaplardan nihai alıcıların hesaplarına elektronik olarak ödeme yapılmaktadır.

Gelirlerin tahsilinde nakit ve çekle yapılacak ödemelerin riskini en aza indirmek amacıyla Maliye Bakanlığınca özel bankalara vergi toplama yetkisi verilmiştir. Bu sayede vergi mükellefleri vergi idarelerine vergi ödemelerini nakit veya çekle yapmak yerine, doğrudan özel bankalara giderek nakit, çek veya havale yoluyla yapabilmektedirler. Ancak, mevcut durumda özel bankalar tahsil ettikleri gelirleri hemen Hazine hesaplarına aktarmamakta, belirli bir komisyon tutarı tahsil etmek yerine söz konusu vergi gelirlerini hesaplarında birkaç gün tutmaktadırlar. Bu durumda tahsil edilen vergi gelirleri Hazine hesaplarına gecikmeli olarak aktarılmaktadır. Diğer taraftan, THCH kapsamında vergi idarelerinin tersine muhasebe birimleri tarafından tahsil edilen tutarlar aynı gün veya en geç ertesi iş günü Hazine hesaplarına aktarılmaktadır. Söz konusu aktarma işlemini TCZB üstlenmiştir. Buna göre TCZB, muhasebe müdürlüklerinin çek veya nakit olarak

tahsil ettikleri fonları her gün mesai saatleri sonlarında teslim almakta ve en geç ertesi gün mesai saati sonuna kadar Hazine'ye aktarmaktadır.

3.1.3.8. Kısa Vadeli Piyasa Araçlarının Kullanımı

Etkin nakit yönetimi yapılabilmesi için öncelikle hazine nakit rezervinin mümkün olan asgari seviyede tutulması gerekmektedir. Hazine nakit rezervinin en aza indirilebilmesi için öncelikle borç yönetimi amaçlı nakit rezervi tutmanın en aza indirilmesi gerekmektedir. Bunun için finansal piyasaların yeterince gelişmiş ve ülkenin kredi değerliliğinin yeterince yüksek olması gerekmektedir. (Erdener, Cangöz, 2010, 16). Diğer yandan, etkin nakit yönetimi için gerekli olan asgari rezerv tutma hedefi ise ancak kısa vadeli finansman imkânlarının varlığı halinde gerçekleştirilebilecektir. Çünkü kısa vadeli finansman imkânlarının kullanılması sayesinde nakit programı aksamaksızın uygulanabilecektir. Öte yandan, ülkemizde 2003 yılından itibaren uygulanmakta olan stratejik ölçütler çerçevesinde likidite riskinin en aza indirilmesi amacıyla borç yönetimi kapsamında güçlü nakit rezervi tutulması amaçlanmaktadır. (Erdener, Çiçek, 2012, 19). Bu sebeplerden ötürü, finansal piyasaların geliştirilmesi son derece önemlidir. Borç yönetimi bölümünde de anlatılacağı üzere borç yönetimin amaçlarından birisi de yerel finansal piyasaların geliştirilmesidir. Bu sayede borç yönetimi amaçlı rezerv tutma ihtiyacı azalacak ve nakit yönetimi amaçlı nakit rezervi tutma ihtiyacı en aza indirilmiş olacaktır.

Ülkemizde aktif nakit yönetiminin yasal altyapısının hazırlanması amacıyla “Para Piyasası Nakit İşlemleri Aracılığı ile Sağlanacak Finansman Hakkında Yönetmelik” çıkarılmıştır. Adı geçen yönetmelik ile kısa vadeli borçlanma araçlarına benzer nakit yönetimi araçları oluşturulmuştur. Para piyasası nakit işlemleri, Hazinesin kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak üzere fiziken basılı olmayan Devlet iç borçlanma senedi çıkarmak veya para piyasası araçlarını kullanmak suretiyle yapılan azami otuz günlük borçlanmalardır (Para Piyasası Nakit İşlemleri Aracılığıyla Sağlanacak Finansman Hakkında Yönetmelik, 2008). Söz konusu yasal düzenleme ile kısa vadeli nakit ihtiyacının kısa vadeli finansman araçları ile karşılanmasının önü açılmış ve yüksek maliyetli ve uzun vadeli borçlanmalara olan gereksinimin azalması sağlanmıştır (Erdener, Cangöz, 2010, 17).

3.1.3.9. Nakit ve Borç Yönetiminin Entegrasyonu

Ülkemizde nakit yönetimi ile borç yönetiminin entegrasyonu çalışmaları kapsamında nakit yönetimi birimi diğer fonksiyonlarından arındırılarak 2006 yılında yeniden organize edilmiş ve ön ofisin önemli bir birimi şeklinde yapılandırılmıştır. Bu kapsamda, Nakit Yönetimi Dairesi Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğünün ön ofis fonksiyonlarını yerine getiren Nakit ve Borç Uygulamaları Genel Müdür Yardımcılığı altında konumlandırılmıştır. (Erdener, Çiçek, 2012).

Ülkemiz nakit yönetimi uygulamasında daha önce de belirtildiği üzere genel bütçeden pay alan kurumlardan her ay ileriye dönük olarak üçer aylık nakit ihtiyaç tahminleri temin edilmekte ve Hazine tarafından kurum bazında değerlendirildikten sonra ilgili kurumlara her ayın başında bildirilmektedir. Söz konusu bildirim sonrası nakit yönetimi bir taraftan da borç yönetimini de bilgilendirmekte ve bu sayede ay içerisinde ne kadar açık ya da fazla olduğu tespit edilmekte ve borçlanma programı ona göre revize edilmektedir.

Diğer taraftan ay içerisinde ise Hazine nakit yönetimi kapsamında oluşturulan nakit programı çerçevesinde, ilgili harcamacı kuruluşlar her gün saat üç buçuğa kadar bir sonraki gün yapacakları ödemeleri Hazineye bildirmekte ve Hazine bir sonraki gün piyasaya ne kadar para süreceğini hesaplayarak pozisyonunu ona göre belirlemektedir. Daha sonra Hazine ertesi gün merkez bankasına havale talimatlarını verirken aynı zamanda ertesi gün için piyasaya süreceği ya da piyasadan çekeceği likidite miktarını da bildirmektedir. Böylece, Hazine ile merkez bankası arasında her akşam bir sonraki gün içinde gerçekleşecek likidite durumu hakkında bilgilendirme toplantıları yapılmaktadır.

3.2. Borç (Yükümlülük) Yönetimi Fonksiyonu

Kamu borç yönetimi, kamunun ihtiyaç duyduğu nakdin sağlanması için alınan kamu borçlarının risk ve maliyet hedefleri ile etkin borçlanma piyasalarının geliştirilmesi amaçları doğrultusunda yönetilmesi için bir strateji oluşturma ve bu stratejiyi uygulama sürecidir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 2).

Kamu borç yönetiminin iki ayrı yönü bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kamu borç stokunun artması sonucunu doğuran borçlanma işlemlerinin yapılması ve alınan bu borçların vadeleri gelince geri ödenmesidir. Uluslararası sermaye piyasalarına ya da

iç piyasaya borçlanma senedi ihraç edilmesi sonucunda fon sağlanması kamu borç yönetiminin bu yönünü yansıtmaktadır. Borç yönetiminin diğer bir yönü ise aktif borç yönetimi politikaları ile belirli bir risk stratejisi kapsamında kamu borç stokunun kompozisyonunun değiştirilmesidir. Türev araçların kullanılması, daha önceden ihraç edilmiş kamu borçlanma senetlerinin geri alım veya takas ihaleleri ile satın alınması veya daha uzun vadeli senetler ile değiştirilmesi gibi işlemler aktif borç yönetimi politikaları içerisine girmektedir. Son yıllarda borç stokunun miktarı kadar kompozisyonunun da iyi bir şekilde yönetilmesinin öneminin anlaşılması sonucunda, borç yönetiminin de para ve maliye politikalarından ayrı bir ekonomi politikası olduğuna dair teoriler üretilmeye başlanmıştır.

Hükümetin borç stoku genellikle ülkedeki en geniş borç stokudur ve karmaşık finansal yapıları içerisinde barındırır. Bu durum, ülkenin finansal istikrarına karşı önemli bir risk oluşturmaktadır (Wheeler, 2004, 6). Son dönemde yaşanan borç krizleri, ihtiyatlı borç yönetimi uygulamalarının ve etkin işleyen bir sermaye piyasasına olan ihtiyacın önemini göstermiştir. Kamu borçlanma politikaları söz konusu krizlerin tek ve temel sebebi olmasa da kamu borç stokunun döviz ve faiz oranı açısından zayıf yönetilmesi, yüksek miktarda koşullu yükümlülükler ile birlikte bu krizleri şiddetlendirmektedir. Basiretli makroekonomik politikaların uygulanmakta olduğu ülkelerde bile riskli borçlanma ve borç yönetimi politikaları ekonomilerin finansal ve ekonomik şoklara karşı kırılganlığını artırmaktadır. (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 2).

Vade, kur ve faiz oranı kompozisyonu yönünden riskli yapıdaki kamu borç stoku ve çok miktarda ve ihtiyatsızca sağlanan hazine garantileri gibi koşullu yükümlülükler birçok ülkede son dönemlerde yaşanan ekonomik krizleri besleyen en önemli faktördür. Pozitif bir getiri eğrisi düşünüldüğünde kısa vadeli borçlanmaların faiz oranları uzun vadeli borçlanmaların faiz oranlarına göre daha düşüktür. Çünkü uzun vadeli borçlanmalar, daha uzun süreli değerlendirileceğinden borç veren açısından enflasyon riski başta olmak üzere bünyesinde birçok riski barındırmaktadır. Hükümetlerin borçlanma maliyetlerinden tasarruf sağlamak amacıyla artan oranda kısa vadeli ve değişken faizli borçlanmalara yönelmeleri, ülkeleri sık sık finansal krizlerle baş başa bırakmaktadır. Bu durum devlet bütçelerini, borcun geri ödemesinin yapılacağı dönemlerde finansal piyasalardaki değişikliklere karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Döviz endeksli veya döviz üzerinden borçlanma da

yerel para cinsinden borçlanmaya göre daha düşük maliyetlidir. Bunun nedeni, borç verenler döviz cinsinden veya dövize endeksli olarak borç vererek kur riskini karşı tarafa aktarmış olmaktadır. Ancak, böylesi bir borçlanma da bünyesinde önemli riskleri barındırmaktadır. Döviz cinsinden borçlanmaya aşırı öncelik verilmesi, yatırımcıların hükümetlere döviz üzerinden borç vermede isteksiz olmaları durumunda kurlar üzerinde aşırı baskı yaratabilir. O yüzden ihtiyatlı bir koşullu yükümlülük politikasıyla beraber basiretli bir borç yönetimi politikası ülkeleri finansal risklere karşı daha az kırılgan yapabilir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 2).

Riskli borç stoku yapısı, genellikle iyi yönetilemeyen maliye, para ve kur politikaları gibi ekonomi politikalarının bir sonucu olabilmektedir. Basiretli kamu borç yönetimi politikası iyi yönetilen para ve maliye politikalarının bir alternatifi değildir. Eğer ekonomi politikaları kötü yönetilmekteyse basiretli bir borç yönetimi politikası tek başına herhangi bir krizin çıkmasını engelleyemeyebilir; ancak ülkenin finansal risklere karşı kırılganlığının azalmasına yardımcı olabilir (International Monetary Fund, World Bank, 2003).

Görüldüğü gibi kamu borç yönetiminin etkin; para ve maliye politikaları ile birlikte uyumlu bir şekilde yönetilmesi son derece önemli bir konudur. Bu alt bölümde öncelikle uluslararası uygulamalar çerçevesinde ve özellikle Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların yayımladığı rehberlerde tanımlanmış kamu borç yönetiminin temel ilkelerine değinilecek ve daha sonra Türkiye'deki borç yönetimi uygulamalarının söz konusu ilkeler çerçevesinde analizi yapılacaktır.

3.2.1. Kamu Borç Yönetiminin Temel İlkeleri

Kamu borç yönetiminin temel amacı, makul bir risk seviyesi altında kamunun finansman ihtiyacının ve finansal yükümlülüklerinin orta ve uzun dönemde mümkün olan en düşük maliyetle karşılanmasını sağlamaktır. Hükümetin borçlarını ertelemesinin yaratacağı yıkıcı makroekonomik etkileri düşünüldüğünde, tehlikeli stratejilerden ve borç stoku yapısından kaçınacak bir risk yönetiminin çok önemli olacağı açıktır. Bu etkiler içerisinde, azalan uzun dönem güvenilirlik kaybının dışında milli gelir azalışı, çeşitli şirket ve banka iflasları yer almaktadır. Hazine borç yönetiminin etkin bir şekilde yönetilebilmesi için de uluslararası kuruluşlar tarafından önerilen bazı özelliklere sahip olması gerekmektedir. Bu doğrultuda, bu

alt bölümde modern borç yönetiminin sahip olması gereken temel ilkeler Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası yetkililerinin ortaklaşa yayımlamış oldukları rehberler doğrultusunda anlatılacaktır.

3.2.1.1. Borç Yönetiminin Amaç ve Kapsamının Belirlenmesi

Devlet bütçeleri nadiren denk olarak bağlanmaktadır. Devlet giderleri, hemen hemen birçok ülkede devlet gelirlerini aşmaktadır. Devlet bütçe açığını vergi oranlarını yükselterek finanse etmek her zaman kolay olmamaktadır. Aşırı yüksek vergi oranları kişi ve kurumların harcama ve yatırım kararlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Dolayısıyla, devlet giderlerini finanse etmek amacıyla borçlanmak çoğu ülke için bir zorunluluk olmaktadır. Diğer yandan borçlanma, aynı zamanda daha önceden temin edilen borçların anapara ve faizleri gibi borç servislerini yapmak için de bir gerekliliktir. Kamu borcunun ertelenmesi dolayısıyla yaşanacak itibar kaybının, borcu yenileyebilmek için yeniden fon bulunamamasına ve bu durumun da milli gelir azalışları ile işsizliğin artması gibi yıkıcı makroekonomik etkileri olabilecektir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 10). Dolayısıyla; kamu borç yönetiminin öncelikli amacı, bütçe açığının finansman ihtiyacını karşılamak ve borç servisi yükümlülüklerinin yerine getirilmesini sağlamaktır (Wheeler, 2004, 13).

Borç yönetiminin diğer bir ana amacı, yukarıda da bahsedildiği üzere borçlanmayı en düşük maliyetle gerçekleştirebilmek ve bunu yaparken de borç stokunun risk hedefleri doğrultusunda yönetilmesini sağlamaktır. Olası riskleri hiç hesaba katmadan borç servisi maliyetlerini en aza indirmeye çalışmak bir amaç olmamalıdır. Hükümetler borç yönetimini yürütürlerken çeşitli risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu riskleri şöyle sıralayabiliriz (Wheeler, 2004):

- *Piyasa Riski*: Faiz oranları, döviz kurları ve mal fiyatları gibi piyasa koşullarındaki değişikliklerin kamu borç servisi maliyetlerini artırma olasılığıdır.
- *Borcu Yenileme Riski*: Çok yüksek faiz oranları ile borcun yenilenmesi ya da hiç yenilenememesi olasılığıdır. Bu riski yönetmek özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemlidir.

- *Likidite Riski*: Borç yöneticilerinin beklenmedik bir nakit çıkışı ile karşılaştıklarında piyasadaki nakit varlık hacminin ani bir şekilde azalması ve kısa bir zaman içerisinde borçlanma yoluyla nakit bulmada zorluğa düşme olasılığıdır.
- *Kredi Riski*: Bu risk literatürde karşı taraf riski olarak da bilinmektedir. Borçluların kredilerden veya diğer finansal varlıklardan kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmeme olasılığıdır.
- *Operasyonel Risk*: Çeşitli nedenlerle iş süreçlerinde yaşanan kayıpları anlatan bir kavramdır. Bu risk, işlemlerin kayıt ve uygulama süreçlerinde yaşanan hatalar, iç kontrol başarısızlıkları ve işletme faaliyetlerini etkileyen doğal afetler gibi risklerde dâhil olmak üzere çeşitli türlerdeki riskleri içermektedir.

Borç servisi maliyetlerini düşürmek amacıyla risk yönetimini hiç hesaba katmayan bir borçlanma politikası hedefi, aşırı riskli bir borçlanma stratejisine ve daha yüksek maliyetli borç servisi ödemelerine sebep olabilir. Mesela, kısa vadeli borçlar uzun vadeli borçlara göre çoğunlukla daha düşük bir faiz yüküne sahiptir. Uzun vadeli borçlar, borç veren açısından risk taşımaktadır. Bu sebeple uzun vadeli borçların faizleri risk primi içerdiğinden kısa vadeli borç faizlerine göre genellikle daha yüksektir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşüklüğünden yararlanmak amacıyla kısa vadeli borçlara aşırı güvenen bir borç yönetimi stratejisi, faizlerin arttığı bir ortamda özellikle borcun yenileneceği zamanlarda devlet bütçesini değişen ve sürekli artan bir borç servisi yüküyle karşı karşıya bırakabilir. Borçlanma maliyetlerini düşürmek amacıyla kısa vadeli borçlanma stratejilerine yönelmesi aynı zamanda borcun sık aralıklarla yenilenmesini gerektireceğinden yeniden finansman riskinin yükselmesine neden olacaktır. Dolayısıyla, borç yöneticilerinin diğer bir öncelikli amacı borç yönetiminde daha az riskli bir borçlanma stratejisi oluşturabilmektir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 10).

Kamu borç yönetimlerinin yukarıda bahsedilen ana amaçlarının yanında ikincil ve tamamlayıcı amaçları da olabilmektedir. Borç yönetimlerinin ikincil amaçlarından biri, iç borçlanma piyasalarının gelişmesini sağlamaktır. Bu amaç özellikle gelişmekte olan ülkeler için daha önceliklidir. Sığ borçlanma piyasalarına sahip gelişmekte olan ülkeler ise altyapı projelerini ve hatta bazı bütçe harcamalarını gerçekleştirebilmek için döviz cinsinden ya da dövize endeksli olarak borçlanmak

zorundadırlar. Bu durumdaki gelişmekte olan ülkeler, bütçe harcamalarını finanse etmek amacıyla yerel piyasalardan borçlandıklarında piyasadaki faiz oranlarını etkileyerek özel sektörün finansman kararlarını bozabilmektedirler. Diğer taraftan, eğer söz konusu ülkelerin döviz kaynakları sınırlıysa, dövize yönelik borçlanma bütçe açısından kur riski oluşturacaktır. Bu amaçla; Brezilya, Jamaika ve Güney Afrika hükümetleri dış finansman kaynaklarına bağımlılığı azaltabilmek amacıyla iç borçlanma piyasalarının geliştirilmesine odaklanmaktadır.

Diğer yandan, kamu iç borçlanma piyasalarının geliştirilmesi aynı zamanda özel sektör borçlanma piyasaları için de faydalı olabilmektedir. Bu yüzden iç borçlanma piyasalarının gelişmişlik düzeyi, gelişmiş ülkeler için de önemli bir amaçtır. Örneğin Japonya, kamu borçlanma senetleri ikincil piyasasının düşük kredi riskinin bir göstergesi olarak özel sektör borçlanma piyasasına temel oluşturduğunu düşünerek kamu borçlanma piyasasının geliştirmesini önemli bir borç yönetimi amacı olarak belirlemiştir (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 10).

Borç yönetimi uygulamalarına kapsam açısından bakıldığında; çoğu ülkede borç yönetimlerinin merkezi hükümetin doğrudan kontrolü altında olan finansal yükümlülüklerin yönetimini kapsamakta olduğu görülmektedir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 10).

Birçok kamu borç yöneticisi, mahalli idareler tarafından yapılan borçlanmaların doğrudan yükümlüsü olmadıkları için yerel idarelerin yaptıkları borçlanmaların yönetimine katılmamaktadır. Ancak;merkezi borç yöneticisi, yerel yönetimlerle özel sektör tarafından yapılan borçlanmaları da izlemeli ve merkezi bütçeye olası yansımalarını analiz etmelidir. Çünkü mahalli idareler ya da özel sektör tarafından yerine getirilemeyen mali yükümlülükler, devlet itibarı gerekçesiyle merkezi hükümet tarafından üstlenilecektir. Nitekim Kolombiya'da yerel idarelerin borçlanmalarına merkezi hükümet tarafından borçlanma limitleri getirilmiştir. Bunun nedeni, daha önceden Latin Amerika ülkelerinde yerel idarelerin kontrolsüz ve aşırı bir şekilde borçlanmalarının merkezi borç yönetiminin mali dengesini olumsuz şekilde etkilediğinin görülmesidir. İtalya'da ise merkezi borç yöneticisi doğrudan yerel idarelerin borç yönetimine karışmasa da söz konusu idarelerin borçlarının finansal kırılganlığın üzerindeki önemli etkilerini düşünerek, yerel idarelerin borçlanma faaliyetleri hakkında kendisine düzenli aralıklarla bilgi vermelerini sağlamaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 21-22).

Ülkeler arasındaki uygulamalara bakıldığında borç yönetiminin kapsamının ülkeden ülkeye değişiklik göstermekte olduğu görülmektedir. Bazı ülkelerde iç ve dış borç yönetimi farklı kamu otoriteleri tarafından yerine getirilmekteyken, bazı ülkelerde her iki borçlanmanın da aynı kamu birimi sorumluluğunda olduğu görülmektedir. Yine bazı ülkelerde borç yönetimi, devlet garantileri gibi koşullu yükümlülükleri kapsamına alırken; diğer ülkelerde koşullu yükümlülükler, borç yönetiminin kapsamı dışında farklı kamu birimleri tarafından yönetilmektedir. Mesela, koşullu yükümlülüklerin yönetimi İrlanda'da borçlanmayı gerçekleştiren borç ofisinin yerine doğrudan maliye bakanının sorumluluğunda iken, Kolombiya ve İsveç gibi ülkelerde ise borç yöneticileri koşullu yükümlülüklerin yönetiminden de sorumludurlar. (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 21). Ancak, son yıllarda borç yönetimlerinin kapsamının giderek genişlemekte olduğu ve tek bir kamu ofisinin sorumluluğu altında merkezileştirildiği görülmektedir. (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 10).

3.2.1.2. Para ve Maliye Politikaları ile Koordinasyon

Borç yönetimi politikaları ile para ve maliye politikalarının amaç ve araçları arasında karşılıklı bağımlılık bulunmaktadır. Ekonomi politikalarına yön verenler, ekonomi politikalarını uygularken söz konusu karşılıklı bağımlılığı iyi anlayabilmelidirler.

Borç yöneticileri ile maliye politikası yetkilileri arasında birçok alanda ortak çıkarlar bulunmaktadır. Her iki tarafta kamu borç stokunun büyümesinin sürdürülebilir bir düzeyde kalmasını istemekte ve aşırı boyuttaki kamu borç stoku seviyesini azaltmak için ihtiyatlı bir maliye politikası stratejisi oluşturulmasını istemektedir. Borç yönetimi ile maliye politikası arasındaki en önemli bağımlılık bütçe hazırlanması sürecinde ortaya çıkmaktadır. Borç yöneticileri bütçe hazırlanmasında maliye bakanlığı yetkililerine gelecek yılın borç servisi ödemelerine ilişkin tahminler sağlamaktadırlar. Diğer taraftan, borç servisi tahminleri de maliye bakanlığının gelecekteki fiyat hareketlerine ve birincil bütçe dengesine ilişkin varsayımlarına da bağlıdır (Wheeler, 2004, 31).

Borçlanma politikası esasında maliye politikası çerçevesinde belirlenen bütçe açığının bir sonucudur. Ancak, iyi bir şekilde yönetilemeyen borç stoku da borç servisi maliyetlerini artırarak bütçe açığının daha da artmasına neden olarak maliye politikasını etkileyebilmektedir (Balıbek, Hürcan, Öztopal, 2012, 48-49).

Borçlanma politikası ile para politikası arasındaki karşılıklı bağımlılık daha karışık olabilmektedir. Birçok ülkede merkez bankaları, kamu borç yöneticileri için mali ajanlık hizmeti sunmakta ve kamu borçlanma ihalelerini kamu borç yöneticisi adına yönetmektedirler. Her iki politikanın ortak amacı, yerel borçlanma piyasalarının gelişmesini sağlamaktır. Bu sayede, borç yöneticileri iç piyasaya aşırı baskı yapmadan uygun maliyetle borçlanabilecektir (Wheeler, 2004, 32).

Maliye, para ve borç yönetimi otoritelerinin amaçlarının farklılık göstermesi nedeniyle politika uygulamaları da zaman zaman birbiriyle çelişebilmektedir. Borç yöneticileri ve diğer ekonomi politikaları yetkilileri arasındaki çatışmalar; borç yönetimi, para ve maliye politikalarının uygulanmasına ilişkin amaç ve sorumlulukların açık bir şekilde tanımlanmadığı hallerde yükselmektedir. Söz konusu durum hükümetler ve siyasi yetkililer için fırsatçı davranışlar yaratmaktadır. Örneğin; bütçede görülecek borç servisi maliyetlerini azaltmak gibi mali ve siyasi amaçlarla hükümetler, borç portföyünün maruz kalacağı riskleri düşünmeden borç yöneticilerinin döviz cinsinden ve değişken faizli riskli borçlanmalara gitmelerini isteyebilmektedirler (Wheeler, 2004, 35).

Borçlanma politikaları ile para politikalarının amaçları arasında zaman zaman ciddi çatışmalar yaşanabilmektedir. Para politikasının ana amacı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu amacına ulaşırken kullanabileceği en önemli politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankaları ekonominin ısınma ve soğuma durumuna göre politika faizlerini ve böylece kısa vadeli piyasa faizlerini etkileyebilmektedir. Ancak, borçlanma maliyetlerini azaltmak amacıyla piyasa faiz oranlarına aşırı duyarlı bir borç stokuna sahip borç yönetimi için kısa vadeli faiz oranlarında yaşanabilecek ciddi ve ani değişiklikler borç servisi maliyetlerini önemli ölçüde arttırabilecektir. Diğer taraftan, böylesi bir durumda borçlanma maliyetlerinin artmaması için kısa vadeli politika faizlerine müdahale edilmemesi de merkez bankasını fiyat istikrarı amacından uzaklaştıracaktır (Balıbek, Hürcan, Öztopal, 2012, 48-49).

Borçlanma politikalarının temel amacı öncelikle bütçenin ihtiyaç duyduğu borçlanmayı yapabilmek ve vadesi geldiğinde borç servisi ödemelerini gerçekleştirebilmektir. Borçlanma ve borç geri ödemeleri esnasında piyasanın likiditesi ve kısa vadeli faiz oranları ciddi bir şekilde etkilenebilmektedir. Kısa vadeli

faizlerde yaşanabilecek değişiklikler merkez bankalarının arzu ettiği yönde olmadığında, bu durum para politikasının etkinliğini azaltabilecektir.

Borç stoku içerisinde sabit faizli, uzun vadeli ve yerel para cinsinden borçlanma senetlerinin ağırlıkta olduğu durumlarda hükümetler, borçlanmanın reel maliyetini azaltmak amacıyla sürpriz enflasyona sebebiyet verebilmekte ya da borç verenlerin vergi yüklerini artırabilmektedirler. Ancak; değişken faizli, dövize ya da enflasyona endekli senetlere dayalı stratejilere ağırlık verildiğinde ise enflasyonda meydana gelebilecek herhangi bir artış durumunda tüm risk borç yönetimlerinde olacaktır. Çünkü böylesi bir durumda yaşanabilecek fiyat artışları, doğrudan enflasyona endekli senetlerin maliyetini arttıracak ya da piyasa faizlerini veya döviz kurunu etkileyerek yine değişken faizli ve dövize endekli senetler aracılığıyla borç servisi maliyetlerini arttıracaktır. Böylesi stratejilerin uygulandığı durumlarda, borç yönetimleri enflasyonun yükselmesini istemeyeceğinden piyasanın enflasyon beklentileri azalabilecektir. Dolayısıyla, ana amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankası, borç yöneticilerinin endekli senetlere ağırlık veren stratejilere yönelmesini isteyecektir. Borç yöneticileri ise enflasyona endekli borçlanma piyasasının yeterince gelişmediğine ve döviz cinsinden borçlanmanın hükümetin bilanço yönetimine ciddi riskler yükleyeceğine inanabilirler. Aksine; borç yöneticileri, borç servisi maliyetlerini sabit tutmak gibi amaçlarla uzun vadeli ve sabit faizli yerel para cinsinden borçlanmalara ağırlık vermeyi tercih etmektedirler (Wheeler, 2004, 36).

Tüm bu sebeplerden dolayı makroekonomik politikalar arasında etkin bir uyumun sağlanması, ekonomi politikalarının hedeflerinin ve politika uygulayıcılarının sorumluluklarının açık bir şekilde belirlenmesi son derece önemlidir. Mesela, merkez bankalarının döviz kurlarının yükselmesini önlemek amacıyla piyasadaki döviz miktarını artırmak istedikleri bir zamanda hazinenin piyasadan döviz cinsinden borçlanma yapmasının piyasa üzerinde olumsuz etkileri olabilecektir. Devam eden paragraflarda söz konusu çatışmaları azaltacak uluslararası uygulamalara değinilecektir.

Borç yönetimi, maliye ve para politikaları arasındaki çatışmalar; söz konusu politikaların hedefleri açık bir şekilde belirlenerek ve borçlanma, para ve maliye politikaları arasında dengeli, yürürlükteki kur rejimi ile uyumlu, fiyat istikrarı ve

ekonomik büyüme hedefini destekleyen bir makroekonomik politika karması oluşturularak hafifletilebilmektedir (Wheeler, 2004).

Gelişmiş ülkelerin çoğunda borç yönetimi ve para politikası amaçları arasında açık bir ayırımsağlandığı ve bu hususun ülkelerin yerel mevzuatlarında açıkça belirtilmesinin sağlandığı görülmektedir. Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde, Maastricht Anlaşması çerçevesinde merkez bankalarının bütçe açıklarını finanse etmesi ve bu kapsamda üye ülke Hazinehanelerinin birincil piyasalarda ihraç edeceği borçlanma senetlerini almaları yasaklanmıştır. Yine bu doğrultuda ülke hazinehanelerinin merkez bankalarında bulunan hesaplarının negatif bakiye (avans bakiyesi) vermeleri de yasaklanmıştır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 22).

Diğer taraftan borç yönetimi politikası uygulamasına ilişkin hesap verilebilirlik ile para politikasına ilişkin hesap verilebilirliğinin ayrılması çok önemlidir. Söz konusu politikalar arasındaki ayırım yapılmadığı durumlarda, daha önce de belirttiğimiz üzere, borç yönetimi politikasının ana rolünün para politikasının taahhütlerini sağlamlaştırmak olarak algılanabilmekte ve bu durum borç yöneticilerinin risk algılamasından bağımsız şekilde riskli borçlanma stratejilerine başvurmalarına neden olabilmektedir. Aksi durumda, yani para politikasının önceliğinin borçlanma politikasını kolaylaştırmak olarak algılandığı durumlarda ise merkez bankası yetkilileri özel sektör yatırımlarını hızlandırabilmek ve dolayısıyla oluşacak borçlanma ihtiyacının maliyetlerini düşürebilmek için kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutma baskısı altında kalabilmektedirler (Wheeler, 2004, 42).

Merkez bankalarının kamu borç yöneticileri adına piyasada mali ajanlık hizmetini ve kamu borçlanma senetlerinin ihalelerinin yönetimini üstlendiği durumlarda, birçok ülke uygulamasında merkez bankaları ile borç yöneticileri arasında ajanlık hizmeti sözleşmeleri imzalandığı görülmektedir. Söz konusu hizmet sözleşmeleri ile her bir politikanın amaçları ve sorumlulukları açık bir şekilde belirtilmekte ve kamu borç yönetiminin sanki özel bir firmadan teknik yardım alıyormuş gibi mali ajanlık hizmet bedeli ve ihale yönetimi komisyon ücretleri net bir şekilde belirtilmektedir. (Wheeler, 2004, 42-43).

Yeterince gelişmemiş finansal piyasalara sahip ülkelerde borç yönetimi uygulamalarının faiz oranları üzerinde önemli ölçüde etkileri olduğundan, söz konusu ülkelerde borç yönetimi ve para politikası arasındaki ayırımın ve

koordinasyonun sağlanabilmesi çok daha zor olmaktadır. Bu sebeple, finansal piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde; para ve borç yönetimi amaçları ve sorumlulukları arasındaki ayrımı sağlayacak reformların gerçekleştirilmesine öncelik verilmektedir. Örneğin, Brezilya’da borç yöneticileri ve merkez bankası yetkilileri devletin mevcut ve gelecekteki likidite ihtiyaçlarının öngörüsünü yapmak ve bilgileri paylaşmak amacıyla düzenli olarak toplanmaktadırlar. Jamaika’da ise borç yönetimi fonksiyonlarının merkez bankasından Maliye ve Planlama Bakanlığına devri, maliye ve borç yönetimi operasyonlarının daha iyi bir işbirliği içerisinde yürütülmesine ve borç yönetimi hedeflerinin para politikası gelişmelerini düşünmeden belirlenmesini sağlamıştır. Ayrıca, Jamaika’da merkez bankası, bakanlık ve istatistik kurumu yetkilileri politika seviyesinde düzenli olarak toplanmaktadır. Teknik seviyede ise kamunun likidite ihtiyacı ve borçlanma programı üzerinde fikir paylaşımı amacıyla haftalık olarak toplantılar yapılmaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003).

Diğer bir gelişmekte ülke olan Kolombiya örneğine bakıldığında ise Kolombiya merkez bankasının para politikasından sorumlu ve bağımsız bir kuruluş olduğu ülke Anayasasında açık bir şekilde belirtilmiştir. Para politikasına ilişkin koordinasyon gerektiren hususlar ile borç yönetimi stratejileri ülke Maliye Bakanının üyesi olduğu merkez bankası kurulunda iki haftada bir yapılan düzenli toplantılarda tartışılmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının iki tane üyesi aynı zamanda borçlanma politikaları ile stratejilerinin belirlendiği Borç Danışma Komitesinin de daimi üyesi durumundadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 65).

3.2.1.3. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik İlkesi

Ülke uygulamalarına bakıldığında borç yönetimi fonksiyonundan sorumlu birimlerin genellikle ya maliye bakanlığı ya da merkez bankası altında teşkilatlandırılmakta olduğu görülmektedir. Bunun dışında diğer bir uygulama şekli ise bu fonksiyonu yerine getiren birimlerin, merkez bankası veya maliye bakanlığından ayrı olarak özerk bir yapıda oluşturulmasıdır. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik ilkesine göre; borç yönetimi fonksiyonuna ilişkin maliye bakanlığı veya özerk borç yönetimi ofisleri ile merkez bankaları arasındaki rol ve sorumlulukların dağılımı kamuya duyurulmalıdır. Diğer taraftan, borç yönetiminin amaçlarının ve borç yöneticilerinin sorumluluklarının borç yönetimini düzenleyen birincil ve ikincil mevzuatta açık bir

şekilde tanımlanması ve kamuya duyurulması da bu ilkenin bir gereğidir. Birçok sanayileşmiş ülkede borç yönetiminin amaçları ile borç yönetimi sürecine dâhil olan kurumların rolleri ve sorumlulukları borç yönetimi faaliyetlerini düzenleyen kanunlarda açık bir şekilde belirlenmiştir. Alternatif olarak söz konusu bilgiler, genellikle kamu borç yöneticileri tarafından hazırlanan yıllık raporlarda ve üst düzey borç yönetimi başkanlarının yaptığı sunumlarda veya borç yönetimi ofislerinin internet sayfalarında kamuya açıklanmaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 26).

Mevzuatın kamu borç yönetimi biriminin yetkilerini ve sorumluluklarını ayrıntılı olarak belirlemediği durumlarda, borç yönetimini uygulama sorumluluğunun açık olması amacıyla, belirli bazı finansal yetkiler maliye bakanından maliye bakanlığı üst yöneticisine (maliye müsteşarı vb.) devredilmelidir. Eğer borç yönetimi birimleri maliye bakanlığının bünyesi dışında özerk bir yapılanma şeklinde kurulmuşsa ve borç ofislerinin yetkileri mevzuatta ayrıntılı olarak tanımlanmadıysa, söz konusu finansal yetkiler özerk borç yönetimi ofislerinin başkanlarına devredilmelidir. Diğer taraftan, borç ofisi başkanına devredilen tüm yetkiler, borç yönetimi ofisinin üst düzey bireysel yöneticilerine (portföy yöneticisi veya diğer üst düzey yöneticiler gibi) borçlanma ve yatırım sorumluluklarına uygun olarak dağıtılmalıdır (Wheeler, 2004, 56).

Diğer yandan, bazı kamu borç yöneticileri de maliyet ve risk hedeflerini kamuya açıklamaktadırlar. Bu sayede, borç yönetimi programının güvenilirliği artmaktadır. Örneğin, Brezilya'da ölçüt borçlanma stratejileri yıllık borçlanma programlarında açıklanmaktadır. İsveç'te borç yönetimi stratejik hedefleri mali yıl başlamadan önce hükümet tarafından İsveç Ulusal Borç Ofisine verilmekte ve yıllık borç yönetimi rehberinde kamuya açıklanmaktadır. Ancak, yine de bu uygulamanın genel bir uygulama olduğunu söylemek zordur. Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya da dâhil olmak üzere bazı ülkelerde borç kompozisyonunun süresine veya döviz kompozisyonuna ilişkin stratejik hedefler kamuya açıklanmamaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 26).

Kamuoyunun mevcut kamu borç stoku ve kompozisyonu hakkında bilgilendirilmesi çok önemlidir. Ayrıca, geçmiş bütçe faaliyetleri ve finansmanı ile gelecekte öngörülen bütçe faaliyetleri ile finansman şekli hakkında kamuoyuna bilgi sağlanmalıdır. Piyasa yatırımcıları açıklanmayan bilgiler hakkında kendilerine özgü

Çıkarımlar yapabilmektedirler. Bu durumda mesela tahmin edilen yeni borçlanma miktarı ve ihale zamanına ilişkin bilgilerin kamuoyuna açıklanmaması borç yöneticileri için olumsuz sonuçlara sebep olabilmektedir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 15-16). Hemen hemen tüm ülkeler borç yönetimi operasyonlarının bütün önemli yönlerini kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Örneğin, İtalyan Hazinesi kendi web sitesinde yıllık borçlanma takvimi, ihale duyuruları, ihale sonuçları ve kamu borçlanma senetleri hakkında bilgiler vermektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Jamaika’da her mali yılbaşında borç yönetiminin stratejisi parlamentoya sunulmaktadır. Ayrıca, söz konusu strateji Bakanlığın sitesinde de yayınlanmaktadır. Bakanlığın sitesinde ve çeşitli basın organları yoluyla birincil piyasa ihalelerine katılma şartları, gelecek aylarda yapılacak borçlanmalara ilişkin ilanlar ile ihale sonuçları kamuoyuna duyurulmaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 26).

Hesap verilebilirliğin sağlanmasında ve güçlendirilmesinde borç yönetimi faaliyetlerinin yıllık olarak dış denetçiler tarafından denetiminin yapılması ve denetim sonuçlarının kamuoyuna duyurulması da diğer bir önemli husustur. Borç yönetimi işlemlerinin genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine ve hükümetin borç yönetimi politikalarına uygunluğunun değerlendirilmesi için düzenli denetiminin sağlanması hesap verilebilirliği güçlendirecektir (Wheeler, 2004, 56). Hemen hemen tüm ülkelerin borç yönetimi faaliyetleri ayrı bir devlet denetim birimlerince yıllık olarak denetlenmekte ve denetim sonucunda tespit edilen bulgular ülkelerin parlamentolarına raporlanmaktadır. Örneğin İrlanda’da borç yönetiminin yıllık hesapları devlet denetçileri tarafından denetlenmektedir. Danimarka’da ise devlet denetçileri merkez bankası iç denetim biriminin işbirliği ile kamu borç yönetimi biriminin işlemlerini denetlemektedir (International Monetary Fund, World Bank, 2003).

3.2.1.4. Kurumsal erevenin Oluşturulması

Bu ilkeye göre; devlet adına borçlanacak, borçlanma araçlarını ihraç edecek, yatırım yapacak ve benzeri işlemleri üstlenecek yetkili birim veya kişileri açıkça belirleyecek bir yasal çerçevenin oluşturulması gerekmektedir. Borç yöneticisi ile işlem gerçekleştirecek kişi ve kuruluşlar, kamu borç yöneticisinin hükümeti temsil etmeye yasal olarak yetkili olduğu ve hükümetin borç yöneticisinin gerçekleştirdiği

işlemlerin arkasında duracağı hususunda güvencelere ihtiyaç duymak isteyecektir. Bunun için, borçlanmaya yetkili birim ve/veya kişiler mevzuatta açık bir şekilde belirtilmelidir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 17).

Ülke uygulamalarına bakıldığında borçlanma yetkisi, esasında bütçeyi kanunla onaylama yetkisine sahip olan ülke parlamentolarına aittir. Ancak; parlamentolar, çıkardıkları kanunlarla borçlanma yetkisini bakanlar kurullarına veya merkez bankalarına devretmektedirler. Yetki devri genellikle ülkelerin maliye veya ekonomiden sorumlu bakanlarına da yapılmaktadır. Ancak, Hindistan örneğinde borçlanma yetkisinin merkez bankasına devredilmiş olduğu görülmektedir (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 28).

Ülke parlamentoları borçlanma yetkilerini devrederlerken genellikle bu yetkiye sınırlama getirmektedirler. Söz konusu sınırlama; genellikle yıllık bütçelerin onaylanması sırasında ve yıllık olarak belirlenmektedir. Ancak, Danimarka örneğinde yıllık borçlanma limiti yerine toplam borç stokuna ilişkin bir sınırlama getirilmiştir. Toplam borç stokuna ilişkin sınırlama getiren diğer bir ülke ise Polonya'dır. Polonya'da borç stokunun milli gelirin %60'ını geçemeyeceğine ilişkin bir hüküm ülke Anayasasında yer almaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 28-29).

Borçlanma politikasına ilişkin yasal düzenlemelerin oluşturulmasının yanında, bu ilkenin diğer bir unsuru ise borç yönetiminin örgütsel yapılanmasının iyi bir şekilde oluşturulması ve uygun yetkilerin borç yöneticisine devredilmesine ilişkin yasal düzenlemeler ile desteklenmesidir. Önceki alt bölümde de belirtildiği üzere, kamu borç yönetimi fonksiyonlarının hangi kurum ya da kurumlara verileceği konusunda birçok alternatif kurumsal yapılanma mevcuttur. Kolombiya ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde borç yönetimi fonksiyonları maliye bakanlığına verilmişken; Danimarka ve Hindistan gibi ülkelerde ise merkez bankalarına verilmiştir. Bazı ülkelerde ise özerk yapıda borç yönetimi ofisleri kurulmuştur. Borç yönetimi ofisinin maliye bakanlığından ayrı olarak oluşturulduğu ülkelere örnek olarak İrlanda, Portekiz ve İngiltere verilebilir. Hatta bazı ülkelerde dış borç stokunun yönetimi ve bazı arka ofis uygulamaları da dâhil borç yönetiminin bazı fonksiyonları açıkça belirlenmiş sınırlar içerisinde özelleştirilmektedir. Hangi yaklaşım benimsenirse benimsensin, borç yönetiminin örgütsel çerçevesinin açık bir şekilde belirlenmesi, uygun yetkilerin borç

ofislerine ve borç yöneticilerine devredilmesi, işbirliği ve bilgi paylaşımının sağlanması temel gerekliliktir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 17).

Birçok gelişmiş ülkede borç yönetimi fonksiyonlarının merkezileştirildiği ve tek bir kurumun sorumluluğu altında birleştirildiği görülmektedir. Örneğin, Danimarka’da önceden iç borçlanma ile dış borçlanmanın yönetimi maliye bakanlığı ile merkez bankası arasında bölünmüşken; günümüzde iç ve dış borçlanmanın yönetiminden tamamıyla merkez bankası sorumludur. Bu çerçevede, hemen hemen tüm borç yönetimi ofislerinde yatırım ve ticari bankalarda uygulanan yapılanmalara benzer bir yapılanmaya gidilmiştir. Fonksiyonel sorumluluklar borç yönetimi ofislerinin içerisinde yer alan alt ofislere dağıtılmış bulunmaktadır. Bu ofisler ön, orta ve arka ofis şeklinde yapılandırılmıştır ve her biri borç yöneticisine ayrı raporlama kanalları ile bilgi sağlamaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 29).

Modern borç yönetimi yapılanmalarına bakıldığında ön ofis fonksiyonları tüm borçlanma işlemlerinin etkin bir şekilde uygulaması ile analizi işlemlerini içermekteyken; orta ofis fonksiyonları ise genellikle kamu borç stoku için borç ve risk yönetimi stratejisi oluşturulması, çeşitli politika alternatifleri araştırılması ve borç ve risk yönetimi politikalarına ne ölçüde uyulduğunu izlenmesini içermektedir. Arka ofis fonksiyonu ise genellikle borç geri ödeme işlemlerinin yapılması ile borçlanmaya ilişkin muhasebe kayıtlarının tutulmasını içermektedir (Wheeler, 2004, 69-70).

3.2.1.5. Borç Yönetimi Stratejisinin Belirlenmesi

Bu ilkeye göre; kamu borç stokunun kompozisyonuna ilişkin riskler dikkatli bir şekilde izlenmeli ve değerlendirilmelidir. Bu riskler, borç stokunun yapısı değiştirilerek yönetilebilir. Ancak, bunu yaparken oluşabilecek maliyetleri de dikkate almak gereklidir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 19). Borç yönetimi stratejisi; borç stokunun kompozisyonunun hangi oranda yerel para, hangi oranda yabancı para cinsinden veya ne kadarının sabit oranlı ne kadarının değişken veya endeksli olacağının belirlenmesi sürecidir. Bu süreç sonunda borç stokunun riske duyarlılığı azaltılmalıdır.

Ekonomiler düzenli aralıklarla ekonomik şoklar yaşamaktadırlar. Bu şokların ciddi olanları kamu bütçesini önemli bir şekilde etkileyebilmektedir. Hükümetler bu gibi durumlarda vergi oranlarında veya hükümet harcamalarında ani ve yüksek

değişikliklerden kaçınmak amacıyla borçlanmaktadırlar. Çünkü yüksek ve değişken vergiler kişilerin ve kurumların harcama ve tasarruf kararlarını olumsuz bir şekilde etkileyebilmektedir. Bu nedenle iktisat teorisi; kamu borç stokunun kompozisyonunun, devlet bütçesini ekonomik şoklardan kaynaklanacak olumsuz etkilerden koruyacak şekilde oluşturulabileceğini tartışmaktadır (Wheeler, 2004, 80).

Borç stokunda yerel para cinsinden, uzun vadeli ve sabit oranlı borçların ağırlıkta olduğu bir ekonomide, herhangi bir arz şoku yaşandığında borç servisi maliyetleri azalan vergi gelirleri ile aynı doğrultuda değişmektedir. Örneğin, arz şoku durumlarında ülkede fiyat düzeyi yükselmekte, milli gelir ve hükümetin vergi gelirleri azalmaktadır. Borç stoku yapısı sabit oranlı ve uzun vadeli borçlardan oluşan bir hükümetin arz şoku durumlarında borç servisi maliyetleri nominal olarak aynı kalırken reel olarak değerinde hükümet lehine bir azalma olacaktır. Diğer taraftan, borç stokunda değişken faizli, enflasyona ya da döviz kuruna endeksli borçların ağırlıkta olduğu ekonomilerde herhangi bir arz şoku yaşandığında piyasa hareketlerine aşırı duyarlı olan kamu borç stoku, hükümeti artan fiyat veya döviz kuru düzeyi ile aynı yönde yükselen bir borç servisi maliyetine maruz bırakacaktır (Wheeler, 2004, 80).

Değişken faizli ya da enflasyona endeksli borçlanma stratejisi herhangi bir talep şoku yaşandığında sabit oranlı ve uzun vadeli borçlanma stratejisine göre daha avantajlıdır. Çünkü para talebinin azalması veya tasarruf oranlarının artması gibi olumsuz talep şokları durumunda, piyasada fiyatlar azalırken, milli gelir ve vergi gelirleri düşmektedir. Böyle durumlarda enflasyona endeksli borçlanma stratejisine daha çok ağırlık veren ülkelerde hükümetlerin borç servisi maliyetleri azalan fiyat düzeyi ile aynı yönde azalacaktır (Wheeler, 2004, 81).

Yukarıda da görüleceği üzere olumsuz arz şoku durumlarında, borç stoku kompozisyonu sabit ve uzun vadeli yerel para cinsinden oluşan ülkeler söz konusu şokları daha hafif etkiyle atlatabilmektedirler. Ters durumda yani negatif talep şoku durumlarında ise değişken faizli veya endeksli borçların ağırlıkta olduğu borç stoku bileşimine sahip ülkeler söz konusu şoklardan daha az etki ile çıkabilmektedirler.

Borç Yönetimi Stratejisi oluşturulurken, borç yöneticileri önemli ikilemlerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Örneğin, başlangıçta yabancı para cinsinden borçlanma aynı vadedeki yerel para cinsinden borçlanmadan daha az maliyetli olabilmektedir. Yerel

para cinsinden borçlanma yabancı para ile borçlanmaya göre daha yüksek kur riski ve likidite primi içermektedir. Bu kapsamda yabancı para üzerinden veya yabancı paraya endeksli borçlanmaya ağırlık veren bir borç yönetimi stratejisi, kurlarda bir yükselme veya sermaye piyasalarında bir dalgalanma olduğunda çok daha maliyetli olabilmektedir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 23).

Borç yöneticilerinin karşılaştığı diğer bir ikilem ise yerel para cinsinden kısa vadeli borçlanmanın pozitif eğimli doğal bir getiri eğrisi düşünüldüğünde daha yüksek bir enflasyon risk primi içeren uzun vadeli borçlanmaya göre daha az maliyetli olmasıdır. Ancak, kısa vadeli borçlanma araçlarına aşırı ağırlık veren bir strateji, kamu borçlarının daha sık aralıklarla yenilenmesini gerektirdiği için hükümetler için önemli bir geri ödeme riski doğurabilmektedir. Ayrıca, kısa vadeli borçlanma stratejisi hükümetlerin borç servisi maliyetlerinin önemli ölçüde dalgalanmasına neden olabilmektedir. Diğer taraftan, kısa vadeli veya değişken faizli borçlanma stratejisi, devletin mali durumu üzerindeki kısa dönemli etkilerine ilişkin endişeler yüzünden merkez bankalarını enflasyona veya döviz kurlarına müdahale etmek amacıyla faiz oranlarını yükseltme durumunda sınırlandırmaktadır. (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 23).

Öte yandan, uzun vadeli ve sabit faizli finansmana aşırı yönelme stratejisi de borçlarının reel değerini azaltmak için hükümetleri sürpriz enflasyon yaratmaya teşvik edebilmektedir. Hükümetlerin böylesi bir davranış içerisine girmesi olasılığı, bünyesinde ciddi riskler taşımaktadır. İlk olarak, bu durumun bilincinde olan yatırımcılar uzun vadeli ve sabit oranlı yerel para cinsinden borçlanmalara yatırım yaparlarken daha yüksek bir getiri oranı talep etmektedirler. Bu durum ülkelerin uzun vadeli ve sabit faizli borçlanırken daha yüksek risk primi ödemesine neden olmaktadır. Hükümetler; enflasyona ya da döviz kuruna endeksli veya değişken faizli borçlanma araçları ihraç ederek söz konusu risk primini azaltabilmektedirler. Kamu kâğıtlarına yatırım yapacak kişi ve kurumlar, olası bir fırsatçı davranışın bu tür borçlanma araçları vasıtasıyla doğrudan borçlanma maliyetlerine yansıtacağını düşündüğünden, bu araçlara ağırlık veren bir stratejinin hükümetleri fırsatçı davranışlara başvurmadan alıkoyacağına inanmaktadırlar (Wheeler, 2004).

Borçlanma stratejileri oluşturulurken özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından borcun yeniden finansmanı (geri ödeme) riski daha önemli olabilmektedir. Borcun yeniden finansmanı riskini azaltabilmek için ise borç stokunun ortalama vadesinin

veya süresinin uzatılması gerekmektedir. Borç stokunun süresini uzatabilmek için ise yeni gerçekleştirilecek borçlanmaların uzun vadeli olarak yapılması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar yeterince gelişmiş olmadığından yeni ihraç edilecek uzun vadeli endeksli borçlanma senetlerinin, uzun vadeli ve sabit faizli senetlere göre daha düşük faiz maliyeti bulunmaktadır. Bunun için bu ülkelerde borcun yeniden finansmanı riskini azaltabilmek ve ortalama vadeyi artırabilmek amacıyla, değişken faizli veya enflasyona ya da döviz kuruna endeksli senetlerin ağırlıkta olduğu stratejiler benimsenmektedir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 24-25).

Yukarıdaki paragraflarda anlatılanlardan da görüleceği üzere borç yöneticileri borçlanma stratejilerini belirlerken çeşitli ikilemlerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bazı stratejiler daha az maliyetli olurken bünyelerinde daha yüksek riskleri barındırmaktayken, daha az riskli gibi görünen stratejiler ise daha yüksek maliyetler taşıyabilmektedir. Bu yüzden, hangi borçlanma stratejilerinin benimseneceği büyük ölçüde ekonomilerin yapılarına, ülkelerin yaşamış oldukları ekonomik şokların türüne ve kamu kâğıtlarının kurumsal talebine bağlıdır. Hedeflenen borçlanma stratejisinin tanımlanması, kamu borç yönetimine daha geniş bir açıdan bakılmasını gerektirmektedir. Bu sebeple, uzun yıllardır finansal sektör tarafından kullanılan ve kamu borç yönetimleri tarafından da değerlendirilmeye başlanan varlık ve yükümlülük yönetimi yaklaşımının açıklanması gerekmektedir (Wheeler, 2004, 81).

“Varlık ve Yükümlülük Yönetimi” yaklaşımı, bir kurumun tüm varlık ve yükümlülüklerinin belirlenmiş risk ve maliyet hedefleri çerçevesinde eşgüdüm içerisinde yönetilmesini içeren bir yönetim modelidir. Yukarıda bahsedildiği gibi bu yaklaşım biçimi önceleri yatırım bankaları başta olmak üzere bankalar ve sigorta şirketleri gibi finansal piyasalarda faaliyet gösteren finansal araçlar tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Günümüzde diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketler ile kamu kuruluşları da söz konusu yaklaşımı benimsemeye başlamışlardır (Koç, 2012, 106).

Finansal araçların bilançoları genellikle farklı türde finansal varlıklar ile finansal yükümlülükleri içermektedir. Bu varlıklar ve yükümlülüklerin piyasa değerleri ve getirileri piyasadaki faiz oranı ve döviz kuru hareketlilikleri sonucunda değişebilmektedir. Söz konusu kurumların bilançoları üzerindeki piyasa riski, varlıkların ve yükümlülüklerinin finansal akımlarının uyumlulaştırılması ile

yönetilmektedir. Yani, bu kurumların bilanço riski, varlık ve yükümlülüklerinin faiz oranlarındaki değişikliklere olan hassasiyetleri eşitlendiği zaman azaltılabilir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 24).

Örnek vermek gerekirse bir finansal aracı eğer uzun vadeli ve sabit oranlı borçlanıyorken, değişken faizli olarak borç verirse önemli bir finansal risk yüklenmiş olacaktır. Finansal aracı kurumu, bu riski ancak vadeli işlem sözleşmeleri, swap araçları gibi türev araçları kullanarak sabit oranlı borçlanmalarını değişken faizli borçlara çevirerek veya borçlarının döviz cinsi ile ödünç verdiği borçlarının döviz cinsini uyumlaştırarak azaltabilir (Wheeler, 2004, 82).

Hükümetler özel sektör kuruluşları gibi açık olarak bilanço şeklinde mali tablo yayınlamasa da tüm hükümetlerin toplu olarak düşünüldüğünde kavramsal olarak bilançoları mevcuttur. Kamu varlıklarının finansal ve diğer çeşitli riskli yapıları borç portföyünün risklerini yönetmede borç yöneticisine önemli anlayışlar sağlayabilmektedir. Birçok ülkede kamunun en önemli gelir akımı vergi gelirleridir. Bu gelirler, genellikle yerel para cinsinden ve uzun vadeli tahsil edilmektedir. Bu durumda kamu bilançosu riski, uzun vadeli ve sabit oranlı yerel para cinsinden borçlanmalara öncelik verilen bir strateji oluşturularak azaltılabilir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 22).

Ancak, yeterince gelişmiş borçlanma piyasalarına sahip olamayan ülkelerde ise hükümetler için uzun vadeli ve sabit faizli yerel para cinsinden borçlanabilmek çok kolay değildir. Bu ülkelerde borç yöneticileri sığ olan yerel borçlanma piyasalarına uzun vadeli ve sabit faizli borçlanabilmek amacıyla başvurdıklarında, ülke faiz oranları aşırı bir şekilde yükselebilmekte ve bu durum özel borçlanıcıları borçlanma piyasalarından dışlayabilmektedir. Yerel borçlanma piyasalarından dışlanan özel kişi ve kuruluşlar yabancı para cinsinden borçlanmak zorunda kalabilmekte veya yerel piyasalardan çok yüksek maliyetlerle borçlanmaktadırlar. Bu durum ise bir yandan özel kişi ve kuruluşlarının bilanço risklerini önemli ölçüde artırabilmekte diğer yandan ise kamunun yüksek maliyetle borçlanmasına neden olmaktadır. Bu durumda olan ülke hükümetleri, sık sık daha düşük maliyetli kısa vadeli veya endeksli yerel para üzerinden borçlanma ile uzun vadeli ve riskli yabancı para üzerinden borçlanma arasında seçim yapmak zorunda kalmaktadır. Bu sayede hükümetler yerel piyasa üzerinde olumsuz baskı kurmaktan kurtulmakta ve değişken faizli ya da enflasyona endeksli olarak borçlanarak borç stokunun süresini daha az maliyetli olarak

uzatabilmektedir. Borç stokunun süresinin uzatılması ise borcun yenilenememesi riski ile likidite riskini azaltmaktadır (Wheeler, 2004, 88).

Yerel borçlanma piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde bilanço risklerinin azaltılabilmesi için bazı yöntemler uygulanmaktadır. Bu ülkelerde eğer sabit kur rejimi uygulanmaktaysa, yabancı para cinsinden borçlanılırken kurun sabitlendiği ülke veya ülkelerin para birimi cinsinden borçlanılmalıdır. Eğer bu ülkelerde dalgalı kur rejimi uygulanmaktaysa, söz konusu ülkeler yabancı para cinsinden borçlanırken öncelikle kendi yerel paraları ile yakın ilişki içinde olan ülke paralarının bir analizini yapmalı ve mümkün olduğunca ülkelerinin para birimleri ile korelasyonu yüksek olan para birimleri cinsinden borçlanmalıdırlar (Wheeler, 2004, 88).

Görüldüğü gibi varlık ve yükümlülük yaklaşımı çerçevesinde farklı borçlanma stratejilerinin oluşturulması bilançonun dışsal şoklara karşı riskliliğini azaltmaktadır. Yalnızca borç stokunun yapısını ve seviyesini ele alan bir yaklaşım bilanço riskini sınırlamada yeterli değildir. Kamunun sahip olduğu varlıklara göre borç stokunun yapısını ayarlanması ve bu çerçevede borçlanma stratejilerini oluşturması gerekmektedir. Genel olarak hükümetlerin sahip olduğu en önemli varlıkların vergi gelirleri ile döviz rezervleri olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, yapılacak borçlanmaların büyük bir oranının yerel para cinsinden ve uzun vadeli olarak yapılması, yabancı para cinsinden yapılacak borçlanmaların ise sahip olunan döviz rezervleri ile eğer varsa döviz gelirlerine (ihracat gelirleri gibi) paralel olarak yapılması gerekmektedir. Yine ülke eğer sık sık talep şokları yaşamaktaysa borç stokunun bir kısmının ise enflasyona endeksli olarak tutulması önem arz etmektedir (Wheeler, 2004, 87).

3.2.1.6. Risk Yönetimi Çerçevesinin Oluşturulması

Bu ilkeye göre; borç yöneticilerinin kamu borç stokunun beklenen maliyeti ile riskleri arasındaki ikilemi yönetebilmesini sağlayacak bir çerçeve oluşturulmalıdır. Kamu borç yöneticileri bir önceki alt bölümde de belirtildiği üzere borçlanma stratejilerini belirli bir risk analizi çerçevesinde oluşturmaktadırlar. Borç yöneticileri, kamu borç stokunu yönetirlerken önceki bölümlerde bahsedilen çeşitli risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Dolayısıyla, borç yöneticileri kamu borç stokuna ilişkin riskleri doğru bir şekilde tespit etmeli ve değerlendirmelidir (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 26).

Kamu borç yöneticilerinin borç stokunu yönetirken karşı karşıya kaldığı en önemli risklerden birisi piyasa riskidir. Daha önceki bölümlerde de bahsedildiği gibi piyasa riski, piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak döviz kurları, faiz oranları ve fiyat hareketlerinin borçlanma ve borç servisi maliyetlerini artırması olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Piyasa riski, basit senaryo analizi modellerinden önemli ölçüde istatistik teknikleri kullanan karışık bilgisayar yazılımlarına kadar uzanan finansal modellerle hesaplanmaktadır. Portföy riskinin modellenmesine henüz yeni başlayan ülkeler için genellikle uygun olan daha az karmaşık modellerle çalışmaya başlamaktır ve söz konusu modellere ilişkin anlayış geliştikçe daha karmaşık modeller kullanılabilir(Wheeler, 2004, 93-94).

Piyasa riskinin uzun dönemli etkilerini ölçebilmek ve stratejik ölçütleri tanımlamayabilmek için borç ofislerinde kullanılan modelleme yaklaşımları genellikle “Riske Maruz Maliyet” ve “Riske Maruz Bütçe” tekniklerine dayanmaktadır. Riske Maruz Maliyet tekniği finansal kuruluşlar tarafından sıklıkla kullanılan “Riske Maruz Değer” yaklaşımından uyarlanmıştır. Riske Maruz Değer temel olarak belirli bir güven aralığında bir yatırım aracının ya da çeşitli yatırım araçlarından oluşan bir portföyün, belirli bir dönem içerisinde piyasa değerinde ortaya çıkabilecek en yüksek zararı ifade etmektedir. Bu çerçevede Riske Maruz Maliyet yaklaşımı belirli bir olasılık düzeyinde belirli bir dönem içerisinde borç servisi maliyetlerinin yerel para cinsinden belirli bir değeri aşmayacağını belirtmektedir. Diğer bir deyişle, Riske Maruz Maliyet yaklaşımı farklı makroekonomik senaryolar altında farklı borçlanma stratejilerinin beklenen maliyet ve risk değerlerinin belirli bir güven aralığında ve dönem zarfında hesaplanmasına olanak sağlamaktadır (Balıbek, Memiş ve Yurtsever, 2012).

Riske Maruz Maliyet modelleri mevcut borç portföyünün ve farklı borçlanma stratejileri altında ihraç edilmesi beklenen yeni borçların borç servisi akımlarının simülasyonunu yapmaktadır. Bu borçlanma stratejileri yerel ve yabancı para cinsinden veya sabit oranlı ve değişken faizli borçlanma araçlarının çeşitli oranlarda birleşimlerini içerebilir. Gelecekteki borç servisi maliyetlerinin olasılık dağılımlarını oluşturmak için birçok sayıda faiz oranları ve döviz kurları senaryolarının oluşturulmasında tipik olarak Monte Carlo süreci kullanılmaktadır. Borç servisi akımlarının zaman patikasının söz konusu borçları karşılayacak gelir miktarına yakınsama veya uzaksama boyutu açısından piyasa riski ölçülebilir.

Günümüzde borç yönetimine ilişkin stratejilerin belirlenmesinde Danimarka Merkez Bankası ve İsveç Borç Yönetim Ofisi tarafından Riske Maruz Maliyet yaklaşımı kullanılmaktadır. İngiltere Borç Ofisi tarafından ise Riske Maruz Değer yaklaşımının bir türevi kullanılmaktadır (Balıbek, Memiş ve Yurtsever, 2012).

Daha önce de bahsedildiği gibi kamu borç yönetimleri finansman ihtiyacının karşılanmasında farklı vade, faiz ve döviz yapısına sahip borçlanma araçlarından yararlanmaktadır. Bu borçlanma araçlarının hangi oranlarda kullanılacağı ise ölçüt borçlanma stratejileri çerçevesinde belirlenmektedir. Kamu borç portföyü kapsamında oluşturulan stratejik ölçütler sayesinde, kamu borç yöneticilerinin izleyeceği yol belirlenmiş olmakta ve bu ölçütler, yeni ihraç edilecek senetler için borç yöneticisine bir rehber olacaktır. Stratejik ölçütler, genellikle minimum veya maksimum seviyelerde ifade edilmektedir (Wheeler, 2004, 112).

Stratejik ölçütler tüm kamu borç stoku için kabul edilebilir bir faiz oranı riski şeklinde ifade edilebilir. Bu genellikle borçlanma süresi için bir hedef düzey ya da bir aralık bazında olabilmektedir. Mesela, Kolombiya uzun yıllar stratejik ölçüt olarak dış borç stokunun ortalama vadesini 3,5 yıl olarak belirlerken, Belçika ise iç borç stokunun ortalama vadesine ilişkin stratejik ölçüt olarak 3,6 ile 4,2 yıl arasını belirlemiştir. Ayrıca, stratejik ölçütler borç stokunun hangi oranda sabit faizli araçlardan veya değişken faizli araçlardan oluşacağını tanımlayabilir. İtalya’da sabit faizli iç borç stokunun tüm iç borç stokuna oranını en az yüzde 75 olarak belirleyen bir stratejik ölçüt tanımlanmıştır (International Monetary Fund, World Bank, 2003).

Stratejik ölçütler, borç stokunun yapısının ne kadarının yerel para cinsinden ne kadarının yabancı para cinsinden oluşacağına ilişkin oranları içerebilir. Mesela, Kolombiya 2001 yılının sonlarında mevcut borç stokunun yüzde 67’sinin yerel para cinsinden yüzde 33’ünün ise yabancı para cinsinden oluşmasına ilişkin bir stratejik ölçüt belirlemiştir. Ayrıca, stratejik ölçütler yabancı para borç stokunun da kendi içerisinde arzu edilen para birimi kompozisyonlarını da tanımlayabilmektedir. Gene Kolombiya örneğine bakıldığında yabancı para cinsinden borç stokunun döviz cinsine ilişkin olarak yüzde 83’ünün Amerikan Doları cinsinden, yüzde 13’ünün Avro cinsinden ve yüzde 4’ünün ise Japon Yeni cinsinden oluşmasını hedefleyen stratejik ölçüt belirlemiştir (International Monetary Fund, World Bank, 2003,69).

Borç yöneticilerinin borç stokunu yönetirken piyasa riski dışında karşılaştıkları diğer bir risk türü ise yeniden finansman riskidir. Yeniden finansman riski özellikle gelişmekte olan ülkeler için daha önemli olmaktadır. Bu kapsamda, stratejik ölçütler borç stokunun yeniden finansman riskine ilişkin bir sınırlama da getirebilmektedir. Vadesi herhangi bir zaman sonunda dolacak borç miktarı üzerine sayısal bir tavan cinsinden veya tüm borç stokunun bir oranı olarak sınırlamalar getirilebilir. Mesela Portekiz’de vadesi 12 ay içerisinde dolacak iç borçların tüm iç borç stokuna olan oranının yüzde 20’yi geçmemesine yönelik bir sınırlama getirilmiştir (International Monetary Fund, World Bank, 2003, 257).

Yabancı para cinsinden borç stokuna ilişkin stratejik ölçütler belirlenirken daha önceki alt bölümlerde de belirtildiği üzere yalnızca brüt borç stoku üzerinden değil yabancı para cinsinden net borç stokuna ilişkin ölçütler belirlenmelidir. Yabancı para cinsinden borç stoku ile sahip olunan uluslararası rezervlerin döviz cinsinin eşleştirilmesi kur riskinin azaltılmasına yardımcı olacaktır (Wheeler, 2004).

Piyasa riski dışında kamu borç yöneticilerinin karşılaştığı diğer bir risk türü ise kredi riskidir. Karşı taraf riski olarak da bilinen kredi riski genellikle bankacılık sektörü ile ilgili bir risk olmakla birlikte devletlerin çeşitli faaliyetlerinden de kaynaklanmaktadır. Kredi riski devlet için borç-alacak ilişkisi yaratan tüm işlemler ile devletin koşullu yükümlüklerinden doğmaktadır. (Memiş, Karadağ, Bingöl, 2012).

Devlet tarafından çeşitli kamu ve özel kuruluşlara doğrudan verilen krediler veya uluslararası finansman kaynaklarından elde edilen fonların bu tür kuruluşlara ikraz edilmesi sırasında devlet ile kredinin ikraz edildiği kuruluşlar arasında bir borç-alacak ilişkisi doğmaktadır. Bu tür krediler, devletler açısından doğrudan bir yükümlülüktür. Çünkü söz konusu kredilerin asıl borçlusu devlet olmaktadır. Diğer taraftan, kamu veya özel kurum ve kuruluşların uluslararası finansman kaynaklarından sağladıkları fonlara devlet tarafından garanti verilmesi ise kamu borç yönetimi kapsamında kredi riski doğuran diğer bir uygulamadır. Ülke hazineleri tarafından yurt dışından temin edilen kredilere garanti verilmesi ise devletler açısından koşullu yükümlülük oluşturmaktadır. Çünkü bu tür kredilerin asıl borçluları, ülke hazineleri değil krediyi temin eden ve lehine garanti verilen kurumlardır. Ancak, kredi lehtarı kurum veya kuruluş borcun geri ödenmesinde yetersizliğe düşerse, söz konusu kredi hazine tarafından üstlenilip geri ödemesi

yapılacaktır. Söz konusu garanti ve ikraz uygulamaları ile çoğunlukla kamu kuruluşlarına, yerel idareler ile küçük ve orta boy işletmelere uygun koşullarla kredi sağlanması hedeflenmektedir. Uluslararası uygulamalarda temel olarak altyapı, enerji üretimi, bölgesel kalkınma, ulaşım projeleri ile öğrenim, ihracat ve konut kredileri desteklenmektedir. (Cebotari, 2008).

Görüleceği üzere kredi riskinin devlet açısından en önemli kaynağı kredi ve garanti uygulamalarından kaynaklanan koşullu yükümlülüklerdir. Koşullu yükümlülükler; zamanı ile büyüklüğü, hükümetin kontrolü dışında olan bazı belirsiz gelecek olayların ortaya çıkmasına bağlı yükümlülüklerdir. Koşullu yükümlülükler genellikle iki türdür (Cebotari, 2008,5).

Açık Koşullu Yükümlülükler: Bu tür koşullu yükümlülükler, belirli bir sözleşme ya da açık bir taahhüden kaynaklanmakta ve belirli şartlar oluştuğunda devletin karşılığında ödeme yaptığı resmi yükümlülüklerdir. Bu yükümlülükler, hazineler tarafından satma opsiyonlu olarak ihraç edilen tahvilleri veya diğer çeşitli borçlanma araçlarını; yüksek finansman gerektiren projelere özel sektörün katılımını sağlamak amacıyla verilen gelir garantilerini ve mevduat garantisi veya çiftçilere ürün ödemeleri gibi çeşitli devlet sigorta programlarını içermektedir. Söz konusu yükümlülükler, devlet finansmanında gelecek dönemlerde büyük ve beklenmeyen açıklara neden olabilmektedir. Kredilerin geri dönüşlerinde yaşanacak aksaklıklar nakit ihtiyacını artırmakta ve özellikle borçlanmanın yüksek olduğu ülkelerde borçlanma maliyetlerini arttırabilmektedir (Cebotari, 2008,6).

Gizli Koşullu Yükümlülükler: Kamu sektöründe ya da piyasada bir başarısızlık olduğunda çıkar grupları tarafından yapılan baskılar sonucunda ya da gerçekleştirilmemesi durumunda fırsat maliyeti çok yüksek olan faaliyetler nedeniyle üstlenilen yükümlülüklerdir. Bu tür yükümlülüklerde hükümetin finansal destek sağlayacağına ilişkin önceden imzalanmış herhangi bir sözleşmeye dayanan taahhüdü bulunmamaktadır (Wheeler, 2004, 103).

Garanti uygulamalarının en önemli gerekçeleri arasında, etkin kaynak dağılımını engelleyen asimetrik bilgi ve dışsallıklar gibi piyasa başarısızlıkları ile uluslararası rekabet gelmektedir. Bilginin maliyetli olduğu durumlarda kredi piyasası, kredi değerliliği olan ya da sosyal faydası yüksek olan projelere kaynakları etkin dağıtmakta başarısız olabilir. Uluslararası rekabet açısından düşünüldüğünde birçok

ülkenin uluslararası rekabette geri kalmamak için ihracat veya mevduat garantisi sağladığı bir ortamda, söz konusu garantileri sağlamayan ülkelerin rekabette geri kalacağı düşüncesi koşullu yükümlülükler için önemli bir gerekçe olmaktadır. Diğer taraftan, birçok ülke işsizliğin artmasını önlemek amacıyla bazı şirketlere zor durumda kalmaları halinde destek sağlamakta ve böylece garanti uygulamaları için bir gerekçe oluşmaktadır (Cebotari, 2008, 9).

Borç yönetimi kapsamındaki diğer bir kredi riski kaynağı ise piyasa riskini sınırlandırmak amacıyla çeşitli türev araçlarının kullanılmasıdır. Türev ürün kullanımından kaynaklanan karşı taraf riski, türev sözleşmesinin pozitif değerde olduğu noktada türev ortağının yükümlülüklerini yerine getirmeme riski olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, borçlanma ihalelerinde ihaleyi kazanan kişi ve firmaların taahhütlerini yerine getirmemeleri ya da piyasa yapıcısı bankaların yükümlülüklerini gerçekleştirmemeleri de diğer kredi riski kaynaklarıdır (Memiş, Karadağ, Bingöl, 2003).

Koşullu yükümlülükler kapsamında bahsedilebilecek önemli bir unsur ise son zamanlarda yeniden kullanılmaya başlanan kamu özel işbirliği (KOİ) modelidir. KOİ modeli ile geniş ölçekli yatırımlar özel sektör aracılığı ile gerçekleştirilmekte ve böylece devletin kasasından söz konusu yatırımlar için büyük ölçekli nakit çıkışları gerçekleşmemektedir (Budina, Bixi, Irvin, 2007,1).

Kamu özel işbirliği modelinin savunucuları, söz konusu model ile devletin ciddi bir mali tasarrufu olacağından ve böylece ciddi bütçe açıkları ile karşı karşıya olan devletlerin kamunun yapması gereken yatırımları özel sektöre yaptırabileceğinden bahsetmektedirler. Ekonomik gelişmeyi sağlayacak kamu altyapı yatırımları, genellikle devlet için yüksek maliyet ve devlet bütçesi için ciddi bir finansman yükü getirmektedir. Söz konusu yüksek maliyetli yatırımlar için devlet bütçesinden yüksek miktarda nakit çıkışları olmaktadır. Böylesi yüksek maliyetli yatırımlara kalkışmak ise yatırım projesi döneminde bir yandan bütçe açıklarını artırırken doğal olarak diğer taraftan ise devlet borç stokunu da artıracaktır. KOİ modeli ile yüksek maliyetli kamu yatırımları özel sektöre yaptırılarak yüksek nakit çıkışı gerektiren proje faturalarını özel sektör ödemektedir. Devlet, karşılığında ise söz konusu projenin işletilmesini belli bir süreliğine projeyi üstlenen özel sektöre devretmekte ve projenin işletilmesi sürecinde belirli bir minimum gelir garantisi vermekte ya da Kamu Özel

İşbirliği modeli sonucu inşa edilen tesisin ürettiği çıktıları satın alma taahhüttü altına girmektedir (Budina, Brix, Irvin, 2007, 5).

Ancak, diğer taraftan söz konusu yüksek maliyetli altyapı projelerinin KOİ modeli ile yapılmasından ziyade devlet eli ile yapılmasını savunanlar; altyapı projelerinin ekonomik büyümeyi ve devletin gelirlerini artırdığını ve böylece uzun dönemde kendini amorti ettiğini belirtmektedirler. Böylece söz konusu yatırımların uzun dönemli net faydaları düşünüldüğünde devlet bütçesine tahmin edildiği kadar yüksek maliyet getirmediği belirtilmektedir (Budina, Brix, Irvin, 2007, 9-10).

Koşullu yükümlülükler hükümetler için önemli bir bilanço riski oluşturmaktadır. Bu tür risklerin gerçekleşmesi durumunda devlet bütçesi önemli bir nakit ihtiyacı ile karşı karşıya kalmakta ve bu açığı kapatma uğraşları gelecekteki vergi oranı değişikliklerinin potansiyel kaynağı olmaktadır (Wheeler, 2004). Önceki paragraflarda bahsedildiği üzere KOİ modeli ile gerçekleştirilen yatırımlar sonucunda devletler ihtiyacı olmasa bile yatırım projesinin çıktıları almak ya da garanti verilen projenin gelirinin taahhüt edilen minimum gelirin altına düşmesi halinde ise aradaki farkı karşılamak zorunda kalabilmektedirler (Budina, Brix, Irvin, 2007, 10).

Diğer taraftan, koşullu yükümlülüklerin faydalanıcıları devlet garantisi sonrası daha riskli ve fırsatçı davranışlar sergileyebilirler. Bu durum hükümetler açısından ahlaki tehlike riski oluşturabilir. Örneğin, mevduatı tamamıyla hükümet tarafından garanti edilen mevduat sahibinin, bankanın performansını ihtiyatlı bir şekilde takip etmek için daha az bir gayreti olacaktır. Yine, devlet garantisi altında herhangi bir işletmeye kredi vermiş olan bir banka şubesi ise söz konusu işletmenin kredi değerliliğini takip etmek için normalden daha az bir güdü içinde olacaktır (Memiş, Karadağ, Bingöl, 2003).

Yukarıdaki paragraflarda anlatılanlardan da anlaşılacağı üzere, koşullu yükümlülüklerin ve diğer kredi riski kaynaklarının nasıl etkin bir şekilde yönetilebileceği önemli bir konu olarak karşımız çıkmaktadır. Aşağıdaki paragraflarda kredi riskinin nasıl etkin bir şekilde yönetilebileceğine ilişkin uluslararası uygulamalar kapsamında cevap aranacaktır.

Bankacılık sektörü örnek verilecek olursa; herhangi bir banka böylesi bir koşullu yükümlülük anlaşması imzaladığında, söz konusu yükümlülüğün değerini analiz

etmeye gayret gösterecek ve bu yükümlülüğün ve lehine garanti verilen kişi veya kuruluşun risk yapısına göre yükümlülüğü fiyatlandıracaktır. Banka beklenen kayıpları için karşılık ayıracak ve beklenmeyen olası kayıpları için ise yedek rezerv tutacaktır. Buna karşılık, lehine garanti verdiği kuruluş veya kişiden ise borçlanma maliyetleri ile beklenen veya beklenmeyen kayıpları için tuttuğu rezervlerini dikkate alarak garanti ücreti talep edecektir (Wheeler, 2004, 105).

Benzer şekilde hükümetler de koşullu yükümlülüklerine ilişkin olası riskleri içerecek çeşitli politika önlemleri geliştirebilirler. Bu kapsamda, dünya uygulamaları incelendiğinde; İsveç ve Kanada gibi ülkelerin garantili kredilerden kaynaklanacak kayıpları bütçe içine aldıkları ve devlet garantisi altında veya ikrazlı olarak kullandırılan kredilere ilişkin çeşitli limitler getirdikleri görülmektedir. Banka örneğindeki garanti ücretine benzer şekilde garantili ve ikrazlı kredilerden ücret alınması kredi riski yönetiminde kullanılan diğer bir yöntemdir. Polonya’da garanti ücreti belirlenirken sağlanan kredinin sabit bir oranı dikkate alınırken, Kanada’da kredi kullanan kuruluşun risk seviyesi dikkate alınmaktadır. Bazı ülkelerde ise garanti ve ikraz ücretleri kredi faiz oranlarına risk primi olarak yansıtılmaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003).

Kredi riski yönetimi çerçevesinde diğer bir uygulama yöntemi olan kısmi garanti uygulamasına İsveç ve Avusturya gibi ülkelerde sıkça başvurulmaktadır. Amerika Birleşik Devletlerinde ise ikrazlı ve garantili krediler için teminat uygulamasına başvurulmaktadır. Bu ülkede, kredi lehtarları halka açık bir anonim şirkete hisse senetleri veya kamu kuruluşu ise bütçe gelirlerinin bir kısmı teminat olarak kabul edilmektedir. Uluslararası uygulamalarda teminatın türüne karar verilirken genellikle kredi lehtarının yapısı dikkate alınmaktadır. Diğer taraftan; bazı ülkelerde borç yönetimi ofislerinde, verilecek kredilerin değerlendirilmesi amacıyla özel bankalarda olduğu gibi kredi yönetim ofisleri oluşturulmaktadır (International Monetary Fund, World Bank, 2003).

Devlet koşullu yükümlülüklerin yapısının ve söz konusu yükümlülüklerin potansiyel faydalanıcılarının mümkün olan en şeffaf şekilde açıklanması diğer bir önemli konudur. Koşullu yükümlülükler, hükümetler tarafından politika hedeflerine ulaşmadamaliyetsiz bir araç ve bütçe giderlerini azaltmada bir çıkış yoludur. Çünkü koşullu yükümlülükler belirli şartlar gerçekleşene kadar herhangi bir gider ya da nakit çıkışı gerektirmediğinden bütçenin harcama kalemlerinde görülmezler. Bu

kapsamda, bütçe disiplinin sağlanması ve olası bütçe açığının doğru ölçülebilmesi için koşullu yükümlülüklerin bütçeye olası etkilerinin kamuoyuna devlet bütçesinin eklerinde açıklanması gerekmektedir. Hatta mümkünse olası koşullu yükümlülük gerçekleştirmeleri için bütçede ihtiyat amacıyla ödenek ayrılması öngörülmelidir (Budina, Bixi, Irvin, 2007).

Uluslararası uygulamalarda türev ürün kullanımından kaynaklanan kredi risklerinin en aza indirilmesi amacıyla alınan önlemler incelendiğinde; belli bir kredi notunun üzerinde nota sahip kuruluşlarla işlem yapıldığı ve yapılan işlemlere limit getirildiği görülmektedir. İsveç ve İngiltere gibi ülkeler ise türev ürün kullanımında kredi riskini en aza indirmek için karşı taraftan teminat talep etmektedirler. Borçlanma ihalelerinde maruz kalınan karşı taraf risklerinin yönetilmesinde, İspanya teklif edilen tutarın yüzde ikisi oranında teminat kabul etmekteyken; İsveç, Danimarka ve İngiltere ise borçlanma ihalelerini yalnızca piyasa yapıcısı bankalarla gerçekleştirmektedir. Piyasa yapıcısı bankaların yükümlülüklerini yerine getirmemelerinden kaynaklanacak kredi risklerinin yönetiminde ise bazı ülkeler bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen belirli bir kredi notunun üzerinde kredi notu olan bankaları piyasa yapıcısı olarak belirlerken, bazı ülkeler ise piyasa yapıcısı bankaların seçiminde sermaye yeterliliği ölçütünü göz önünde bulundurmaktadırlar (Memiş, Karadağ, Bingöl, 2012).

Devletin ekonomi yönetiminin kalitesini artırmak özellikle gizli koşullu yükümlülüklerin gerçekleşme riskinin azaltılmasına yardımcı olacaktır. Bu kapsamda, ihtiyatlı makroekonomik politikalar oluşturmak veya bankacılık sisteminin düzenleme ve gözetiminin etkinliğini artırmak gibi önlemler benimsenebilir. Kamu sermayeli ve özel kuruluşlar için uygun muhasebe ve açıklama gereklilikleri sistemik kriz riskini azaltmada önemli bir araç olabilir ve herhangi bir kriz durumunda devletin kırılganlığının sınırlanmasına yardım edebilir (Wheeler, 2004).

Son olarak; kamu borç yöneticilerinin karşılaşılabileceği diğer bir önemli risk ise operasyonel risktir. Operasyonel risk; iş süreçlerinde çeşitli nedenlerle yaşanan kayıplar olarak tanımlanmaktadır. Operasyonel riskler; personelin bilgi ve tecrübe yetersizliğinden, kurumun bilgi teknolojilerine ilişkin altyapısında yaşanan teknik sorunlardan veya deprem, sel gibi doğal afetlerden kaynaklanabilmektedir. Dünyadaki uygulamalarda; operasyonel riskleri kontrol altına alabilmek amacıyla

borç yönetiminden sorumlu birimlerin özerk olarak yapılandığı ve söz konusu birimlerde risk yönetiminden sorumlu bölümler oluşturulduğu görülmektedir. Bu çerçevede, bu risk yönetimi bölümlerinde operasyonel riskler tanımlanmakta, olabilirlik ve etki düzeyleri ölçülmekte, muhtemel risklere ilişkin kontrol mekanizmaları oluşturulmakta ve operasyonel riskler sürekli olarak izlenerek üst yönetime raporlanmaktadır (Tokaç, Bakırcı, Kantarcı, 2012).

3.2.1.7. Kamu Borçlanma Senetleri Piyasasının Geliştirilmesi

Bu ilkeye göre; borç yöneticileri, orta ve uzun vadede maliyet ve riskleri en aza indirebilmek amacıyla politikalarının, etkin bir kamu borçlanma senetleri piyasasının geliştirilmesi ile uyumlu olmasını sağlamalıdır. Etkin bir borçlanma piyasası, merkez bankası kaynaklarına olan bağımlılığın azalmasını sağlayacağından, enflasyona sebebiyet vermeden harcamaların finanse edilebilmesine imkân sağlayacaktır. Ayrıca; piyasanın likiditesinin yükselmesi, kamu borç servisi maliyetlerinin orta ve uzun dönemde azalmasına katkıda bulunacaktır (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 32).

Etkin bir kamu borçlanma piyasasına sahip ülkelerde, ülke hazineleri bütçe finansmanı için yerel bankalara ve diğer kredi kuruluşlarına aşırı bir şekilde bağlı olmak zorunda değildir. Belirli bir finansman kaynağına böylesi bir aşırı bağımlılık, bu kredi kuruluşlarının varlıklarının dağıtım tercihlerini bozarak özel sektöre yönelik fonları kısıtlayabilir ve dışlama etkisi yaratabilir. Ayrıca; iyi bir şekilde tasarlanmış borçlanma piyasaları, para ve borç yönetimi politikalarının birbirlerinden bağımsız bir şekilde uygulanmasına izin vermektedir. Bu sayede, kamu borç yöneticileri borçlanma senetlerini birincil piyasalarda doğrudan ihraç edebilecekken, merkez bankaları da ikincil piyasalarda söz konusu senetleri alıp satarak parasal koşulları ayarlayabilecektir (Wheeler, 2004, 142).

Diğer taraftan, etkin bir kamu borçlanma senetleri piyasasında birçok aracı yüksek hacimli alım-satımı, fiyatlarda önemli ölçüde dalgalanmalara sebep olmadan çabukça yapabilmektedir. Hemen hemen tüm ülkelerde borçlanma piyasalarının en önemli aktörü ülke hazineleridir. Dolayısıyla, piyasada en yüksek hacimli işlemleri genellikle ülke hazineleri gerçekleştirmektedir. Hazinenin yüksek hacimli işlemlerinin piyasa fiyatlarını önemli şekilde etkilemediği durumlarda, kamu borçlanma piyasaları aynı zamanda yerel sermaye piyasalarının etkinliğini de

artıracaktır. Doğru fırsat maliyetlerini yansıtan piyasa faiz oranlarının oluşumu sermayenin üretken alanlara dağılmasını kolaylaştırmaktadır. Böylelikle hem özel sektör hem de kamu sektörü, yatırım ve finansman kararlarında doğru sermaye maliyetini yansıtan kararlar alabilir ve çeşitli kazanımlar elde edebilir. Ayrıca, zaman içerisinde özel sektör tahvil piyasalarının gelişimi ise şirketlerin ticari bankalara bağımlılığını azaltabilecek ve böylelikle bankaların borç alma ve borç verme makasını daraltmasını yönelik rekabet baskısı artılabilecektir (Wheeler, 2004, 142).

Etkin bir kamu borçlanma piyasasının özel sektör borçlanıcıları için sağlayabileceği önemli dışsallıklardan bir diğeri de; devlettahvillerinin risksiz bir borçlanma aracı olarak kabul edilmesi nedeniyle, özel sektörün uzun vadeli finansal sözleşmeleri için önemli bir referans kaynağı olmasıdır. Risksiz kamu borçlanma senetleri üzerindeki getiri oranları, özel sektör borçlanmaları için önemli bir gösterge olacaktır (International Monetary Fund, World Bank, 2001, 32).

Bu ilkeye göre; ülke hazineleri iç ve dış finansal yükümlülüklerini karşılayabilmek için geniş bir yatırımcı tabanına ulaşmaya çalışmalıdır. Kamu borçlanma senetlerine yatırımı yapacaklar genellikle yatırımlarının risklerini dağıtmak isteyeceklerdir. Bunun için ülke hazineleri, farklı vade ve nakit akımlarına sahip borçlanma araçlarını ihraç ederek yatırımcıların bu isteklerine cevap vermelidirler. Bu kapsamda; hükümetler genellikle nominal ya da fiyat endeksli borçlanma araçları ihraç etmektedirler (Wheeler, 2004, 145).

Borç ofislerince tercih edilen ve birçok borçlanma piyasasında en çok ihraç edilen borçlanma araçlarının başında sabit kuponlu senetler gelmektedir. Sabit kuponlu senetlerin ihracı durumunda, hem yatırımcılar hem de hükümetin enflasyon riskine maruz kalma ihtimali vardır. Söz konusu senetlerin ihraç anında anapara ve faiz ödemeleri sabitlenmiş olduğundan senetlerin yaratacağı nakit akımlarının reel değeri gelecek enflasyonun beklenen enflasyondan farklılaşmasına göre değişecektir. Her ne kadar yatırımcılar beklenen enflasyonu senetlerin fiyatlamasında dikkate alsalar da eğer gerçekleşen enflasyon beklenen enflasyondan yüksekse enflasyon riskini hükümetlerden çok yatırımcılar taşımaktadır. Diğer yandan, beklenen enflasyonun beklenenden daha düşük gerçekleştiği durumlarda, borç servislerinin reel maliyeti artacağından hükümetler bir risk ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Sabit kuponlu senetler önceden belirlenmiş kupon dönemleri sonunda sabit bir getiri sağladıkları için yatırımcılar tarafından daha kolay fiyatlanabilmektedirler. Ayrıca; daha önce de

belirtildiği üzere sabit getirili senetler, özellikle olumsuz arz şokları dolayısıyla artan fiyat düzeyinin ve azalan vergi gelirlerinin devlet bütçesi üzerinde oluşturacağı riskleri önemli ölçüde azaltabilmektedir.

Ülke hazineleri borçlanma piyasalarında nominal senetler dışında endeksli senetler de ihraç edebilmektedirler. Bu tip senetler; genellikle belirli bir fiyat düzeyine, belirli bir döviz kuruna ya da faiz düzeyine endekslenebilmektedir. Endeksli senetlerin başında değişken faizli senetler gelmektedir. Söz konusu senetler yatırımcılara kupon ödeme dönemlerinde değişken getiri sağlayan senetlerdir. Endeksli senetlerin diğer bir türü de enflasyona endeksli senetlerdir. Enflasyona endeksli senetlerde, enflasyon riskinin tümünü ülke hazineleri üstlenmektedir. Enflasyona endeksli senetler, son yıllarda birçok ülke hazinesi tarafından artan oranda ihraç edilmektedir. Bu tür senetlerin borç verenler tarafından ihraç edilme nedenleri arasında, enflasyon risk primini ortadan kaldırması dolayısıyla borçlanma maliyetini düşürücü bir etki yaratabilmesi ve yatırımcılar tarafından daha uzun vadeli olarak talep edilebilmesi gelmektedir. Enflasyona endeksli senetlerin diğer bir faydası ise yatırımcı tabanını genişletmesidir. Bu tür senetlerin en önemli alıcısı, uzun vadeli ve endeksli finansal yükümlülükleri olan emeklilik ve hayat sigortası kurumlarıdır.

Ülke hazineleri açısından bakıldığında; endeksli senetlerin ihracı, enflasyon riskinin yatırımcılardan ziyade hükümet tarafından üstlenilmesi ile ülke hazinelerine daha uzun vadeli senet ihraç edebilme ve borç stokunun ortalama vadesini uzatabilme imkânı sağlamaktadır. Ayrıca, endeksli senetler enflasyon riskini hükümetlere aktardıklarından maliyetleri nominal senetlere göre daha düşüktür. Yine, daha önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere, endeksli senetler olumsuz talep şoklarına karşı iyi bir koruma sağlayan araçlardır. Nominal senetlerin faydalarına bakıldığında; bu tip senetler kamu borçlanma maliyetlerini sabit tutarak belirsizliği azaltmakta ve böylece ülke ekonomilerini fiyat hareketlerine karşı daha az kırılgan yapmaktadırlar. Nominal senetler, ayrıca, olumsuz arz şoklarına karşı ülke bütçelerine daha az maliyetli olmaktadır. Dolayısıyla; endeksli senetler esas olarak yeniden finansman riskinin azaltılmasına katkı sağlarken, piyasa riskini artırmaktadır. Diğer taraftan, nominal senetler ise genellikle daha kısa vadeli ihraç edilebildiklerinden yeniden finansman riskini artırmaktayken, fiyat hareketlerine karşı ülke bütçelerini koruduklarından piyasa riskini sınırlamaktadır.

Hazine iç borçlanmasında çeşitli ihraç yöntemleri bulunmaktadır. Bunlar arasında; ihale yöntemiyle borçlanma, sendikasyon yöntemi, TAP satışları ve doğrudan satış gelmektedir. Ülke hazinelerinin en sık başvurduğu ihraç yöntemlerinin başında ihale yöntemi gelmektedir. Bu borçlanma belirli aralıklarla kamu kesiminin açıkladığı koşullar altında olabileceği gibi sürekli ihaleler yapılmak suretiyle de yürütülebilir. İhale tekliflerinin değerlendirilmesi ve ihaleyi kazanan firmaların belirlenmesi açısından ihale yöntemi kendi içerisinde tekli fiyat veya çoklu fiyat ihale yöntemi olarak ikiye ayrılabilir. Tekli fiyat ihale yönteminde ihaleyi kazanan her bir katılımcı ihalenin kesildiği yerdeki tek bir fiyat üzerinden kazanım elde ederken, çoklu fiyat ihale yönteminde ise ihaleyi kazanan her bir katılımcı vermiş olduğu fiyat teklifi üzerinden ihraç edilen senede sahip olabilmektedir. İhale yönteminde sıkça kullanılan bir diğer yöntem de “ilk alıcılı ihale yöntemidir”. Bu yöntemde Hazine kâğıtlarını ilk ihalede alacak olan alıcılar belirlenir. İhale bu alıcılar arasında yapılır. İlk alıcılar aldıkları kâğıtları sonradan ikinci alıcılara satabilirler.

İhraç yöntemlerinin bir diğeri sendikasyon yöntemidir. Bu ihraç yöntemi, ihraç aşamasında muhtemel katılımcı sayısının az olması nedeniyle ihale yönteminden beklenen rekabetçi ortamın oluşamayacağı durumlarda kullanılan bir yöntemdir. Doğrudan satış yönteminde ise önceden şartları belirlenen senetlerin kurumsal yatırımcılara satışı yapılmaktadır.

Borçlanma piyasaları, devlet borçlanma senetlerinin değişik satış tekniklerine bağlı olarak birincil piyasa ya da ikincil piyasa olarak ikiye ayrılmaktadır. Birincil piyasalar, devlet borçlanma senetlerinin ilk olarak ihraç ve satışının yapıldığı piyasalardır. Birincil piyasalar toptan borçlanma piyasaları ile perakende borçlanma piyasaları olarak ikiye ayrılarak değerlendirilmektedir. Birincil piyasaların en hacimli olan toptan borçlanma piyasası; borç idarelerinin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla ihale, sendikasyon, TAP ve doğrudan satış yöntemleri ile bankalara ve aracı kurumlara devlet iç borçlanma senedi ihraç ettiği piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Perakende borçlanma piyasası ise devletin küçük yatırımcılara doğrudan borçlanma senetleri satışı olarak tanımlanmaktadır. Perakende satışla küçük yatırımcılar hedeflenmektedir. Perakende borçlanmanın ana amaçlarından birisi yatırımcı tabanının genişletilerek bireysel yatırımcılara alternatif yatırım ürünleri sunabilmektir. Bu sayede yatırımcılar aracılık masrafına katlanmadan ve

herhangi bir komisyon ödemeden doğrudan birincil piyasada ihraç fiyatından devlet iç borçlanma senetlerini alabilmektedirler.

İkincil piyasalar ise önceden tedavüle çıkmış devlet borçlanma senetlerinin alım satımının yapıldığı piyasalardır. Birincil piyasada maliyet ve risklerin orta-uzun vadede en aza indirilmesi için etkin bir devlet tahvili ikincil piyasasının varlığı çok önemlidir. İkincil piyasada oluşan fiyatlar, çeşitli varlıkların benzer vadedeki fiyatlarına ilişkin referans rolü oynamaktadır. Bu sebeple ikincil piyasaların diğer finansal piyasalara da etkileri vardır. Diğer yandan, etkin bir ikincil piyasa birincil piyasalara olan talebi artırarak işlem maliyetlerinin ve dolayısıyla borçlanma maliyetlerinin azalmasına yardımcı olmaktadır.

Birçok ülke uygulamasında birincil ve ikincil borçlanma senetlerinin etkinliğinin artırılmasında piyasa yapıcılığı yöntemi benimsenmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi ile bir grup profesyonel aracıya, kamu borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasasında resmi olarak belli haklar sağlanmakta ve bu araçların yerine getirmeleri gereken belli yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu sistemde piyasa yapımcıların birincil piyasada ihraç edilen devlet borçlanma senetlerinin belirli bir oranını alma ve ikincil piyasada borç yöneticilerince belirlenen ölçüt kamu borçlanma senetlerine ilişkin çift taraflı kotasyon verme gibi yükümlülükleri vardır. Diğer taraftan piyasa yapımcılara diğer finansal piyasa aktörlerine tanınmayan ayrıcalıklar tanınmaktadır. Örneğin ülkemizdeki uygulamada; geri alım ve değişim ihalelerine yalnızca piyasa yapımcılar katılabilmekte ve piyasa yapımcılar borçlanma ihalelerine de teminatsız katılabilmektedirler.

3.2.2. Türkiye’de Borç Yönetimi İşlemlerinin Değerlendirilmesi

Ülkemizde borç yönetiminin yasal çerçevesi 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” ile oluşturulmuştur. Söz konusu Kanun kapsamında esas olarak borçlanmadan ve borç yönetiminden Hazine Müsteşarlığı’nın bağlı olduğu Bakan (Ekonomiden Sorumlu Başbakan Yardımcısı) sorumludur. Ancak, ilgili Bakan anılan Kanunun kendisine verdiği yetkilerin tümünü ya da uygun gördüğü kısımlarını Hazine Müsteşarlığı’na devredebilmektedir. Söz konusu yetki devri kapsamında, borç yönetiminden sorumlu kurum Hazine Müsteşarlığı olmaktadır. Aşağıdaki alt bölümlerde ülkemizdeki borç yönetimi

uygulamaları, bir önceki bölümde bahsedilen borç yönetimi ilkeleri kapsamında karşılaştırmalı olarak anlatılacaktır.

3.2.2.1. Borç Yönetiminin Amacı

Ülkemizde borç yönetiminin amaç ve kapsamı, esas olarak 4749 sayılı Kanun ile belirlenmiştir. Daha sonra borç yönetiminin etkinliğini sağlamak amacıyla, ikincil mevzuat düzenlemesi olan 1 Eylül 2002 tarih ve 24863 sayılı “Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik” oluşturulmuştur. Her iki yasal düzenleme incelendiğinde borç yönetiminin amacı özetle; finansman ihtiyacının iç ve dış piyasa koşulları ile maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılanması olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan adı geçen Yönetmelik ile makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası ilkesi belirlenmiştir (Cangöz, Balıbek, 2012).

Yukarıdaki açıklamalardan da görüleceği gibi ülkemizde borç yönetiminin amacı uluslararası en iyi uygulamalara paralel bir şekilde belirlenmiştir. Borç yönetiminin amacının belirlenmesinde, orta ve uzun vadede finansman ihtiyacının sağlanmasında düşük maliyet hedefi ön plana çıkarılırken belirli bir sürdürülebilir risk seviyesine vurgu yapılmaktadır. Ayrıca, borç yönetiminin temel ilkeleri olan diğer makroekonomik politikalar ile koordinasyona ve saydam, hesap verilebilir bir borçlanma politikasına da önem verileceği belirtilmiştir.

3.2.2.2. Borç Yönetiminin Kapsamı

Borç yönetiminin kapsamı 4749 sayılı Kanun’un 2’nci maddesi ile belirlenmiştir. Buna göre; merkezi yönetim kapsamındaki kamu idareleri, sosyal güvenlik kurumları, fonlar, kamu bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları ile yerel yönetimler Kanun kapsamına girmektedir. Görüleceği gibi, 4749 sayılı Kanunun kapsamı oldukça geniş tutulmuş ve borçlanmaya taraf olabilecek tüm kurum ve kuruluşlar kapsam içine dâhil edilmiştir. (Çaşkurlu, 2007) Ancak, ülkemizdeki uygulamada ilerleyen alt bölümlerde de anlatılacağı üzere esas olarak borç yönetiminin kapsamına merkezi hükümetin daha doğrusu genel bütçeli kamu idarelerinin üzerinde kontrolü olan finansal yükümlülükler girmektedir.

Ülkemizde mahalli idarelerin borçlanmaları borç yönetiminin dışında tutulmuştur. Ancak, yerel yönetimlerin dış borçlanmaları yalnızca yatırım programında yer alan projelerin finansmanı amacıyla ve 4749 sayılı Kanun hükümleri doğrultusunda yapılabilmektedir. Belediyeler ile bağlı kuruluşlarının toplam borç stokuna sınırlama getirilmiştir. Buna göre; anılan kuruluşların toplam borç stoku cari yıl bütçe gelirleri toplamını aşmamaktadır. Büyükşehir belediyeleri için söz konusu oran bir buçuk kat olarak uygulanmaktadır. Yine belediyeler ile bağlı kuruluşları, cari yılda yapacakları borçlanmalar, cari yıl bütçe gelirlerinin yüzde onunu geçecek olursa İçişleri Bakanlığının onayını almak zorundadır (Belediye Kanunu, 2005). Görüldüğü gibi, her ne kadar mahalli idarelerin borç yönetimi Hazine borç yönetimi kapsamına girmese de bunların yapacakları borçlanmalar üzerine konulan sınırlamalar özellikle bu idarelerin yüksek borçlanma faaliyetleri düşünüldüğünde Hazine borç yönetimi kapsamında olumlu bir düzenlemedir.

4749 sayılı Kanun'un "Tanımlar" başlıklı 3'üncü maddesinde yer alan "devlet borcu" kavramına bakıldığında, söz konusu kavram; Türkiye Cumhuriyeti adına Hazine Müsteşarlığının borçlu sıfatı ile taraf olduğu ya da üstlendiği her türlü mali yükümlülükler olarak tanımlanmıştır. Tanımdan da anlaşılabileceği gibi devlet borcunun kapsamı çok geniş tutulmuş ve devlet iç borcu ile dış borcu ve koşullu yükümlülükler gibi Müsteşarlık tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülük borç yönetiminin kapsamına dâhil edilmiştir. Diğer taraftan, gerek iç borçlanmanın gerekse dış borçlanmanın 4749 sayılı Kanunun ilgili maddelerinde düzenlendiği ve hem iç hem de dış borçlanmaların hazırlık ve sonuçlandırılmasından Hazine Müsteşarlığının sorumlu tutulduğu anlaşılmaktadır (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002).

Ülkemizde, genel bütçe kapsamında borç yönetiminden sorumlu kuruluş Hazine Müsteşarlığıdır. Hazine Müsteşarlığı devletin mali tüzel kişiliğinin temsilcisidir. Bu doğrultuda, Hazine devlet adına borçlanma yapmaktan ve söz konusu borçların yönetiminden sorumludur. Merkezi yönetim kapsamındaki genel bütçeli kuruluşların tek tek tüzel kişilikleri bulunmadığından genel bütçeli kuruluşlar adına borçlanmaya yetkili kuruluş olarak Hazine hem iç piyasalardan hem de dış piyasalardan borçlanma yapma yetkisine sahip bulunmaktadır (Eğilmez, 2009).

Merkezi yönetim kapsamındaki üniversiteler gibi özel bütçeli kuruluşlar ile üst kurullar gibi düzenleyici kuruluşların kendi tüzel kişilikleri bulunduğundan, söz

konusu kuruluşlar kendi adlarına finansal yükümlülük altına girebilmektedir. Diğer taraftan, 4749 sayılı Kanunun kapsam maddesinde belirtilen yerel idareler, kamu iktisadi teşebbüsleri, fonlar ve genel bütçeli kuruluşlar dışında diğer tüm kurum ve kuruluşlar tüzel kişiliğe haiz olduklarından, bu kuruluşların kendi adlarına borçlanma ve finansal yükümlülük altına girme yetkileri bulunmaktadır. Görüldüğü üzere, ülkemizde borç yönetiminin kapsamı denilince genel olarak genel bütçeli kuruluşların yurt içi ve yurt dışı borçlanmalarının idaresi kastedilmektedir.

Genel bütçeli kuruluşlar dışında tüzel kişiliğe sahip diğer kamu kurum ve kuruluşları ile Hazine Müsteşarlığı arasındaki finansal ilişki ise söz konusu kuruluşların borçlanmalarının önemini ortaya çıkarmaktadır. Hazine Müsteşarlığı yurt dışı finansman kaynaklarından temin ettiği dış finansman imkânlarını genel bütçeli kuruluşlar dışındaki kuruluşlara, örneğin, kamu sermayeli kuruluşlara veya belediyelere ikraz edebilmektedir. Diğer taraftan, söz konusu kuruluşların yurt dışından temin ettiği dış finansman imkânları için geri ödeme garantisi veya gerçekleştirecekleri projeler kapsamında yatırım garantisi verebilmektedir. Bu sayede lehine garanti verilen kuruluşlar uygun koşullarda dış imkân elde edebilmektedir. Ancak, böylesi bir durumda söz konusu kuruluşların finansal kapasiteleri öngörülemeyen şekilde bozulduğunda ya da diğer herhangi bir nedenle yükümlülüklerini yerine getiremediklerinde bu kuruluşların borçları Hazine tarafından üstlenilmektedir. Yine 4749 sayılı Kanunda bahsi geçen kuruluşların çoğunun, yurt dışından Hazine garantisi olmadan dış imkân elde etmeleri ya da başka bir kuruluş lehine garanti verebilmeleri Hazinenin iznine bağlıdır. Mahalli idareler de yurt içinde tahvil ihracı yapabilmeleri için yine Hazinenin iznini almaları gerekmektedir (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002). Dolayısıyla, Hazine tarafından söz konusu kuruluşların borçlanma işlemlerinin ve mali durumlarının yakından takip edilmesi önem arz etmektedir.

Sonuç olarak, ülkemizde borç yönetiminin kapsamına; genel bütçeli kuruluşlar adına devletin mali tüzel kişiliğini temsilen Hazine tarafından yurt içinde devlet iç borçlanma senetleri ihracı vasıtasıyla yapılan iç borçlanmalar ve uluslararası sermaye piyasalarından veya uluslararası kuruluşlardan sağlanan dış borçlanmalar girmektedir. Ayrıca, Hazine borç yönetiminde yerel ve yabancı para biriminden doğrudan yükümlülüklerin yanı sıra alacaklar, hazine nakit rezervi ve Hazine tarafından çeşitli kamu ve özel kurum ve kuruluşlara sağlanan garantili ve ikrazlı

krediler gibi koşullu yükümlölükler de dikkate alınarak bütüncöl bir yaklaşım benimsenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2009).

3.2.2.3. Para ve Maliye Politikaları ile Koordinasyon

2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değışiklik ile para politikasının bağımsızlığı sağlanmış; kamu finansmanı amacıyla banka kaynaklarının kullanılması engellenmiştir. Bu kapsamda, uygulamada para politikası ve borç yönetimi işlevleri arasında politika bağımsızlığının sağlandığı görölmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 59).

1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan önemli bir başka değışiklik ise temel olarak para politikası strateji ve hedeflerinin belirlenmesi ile görevli Para Politikası Kurulu'nun Banka bünyesinde oluşturulması ve Hazine'nin de oy hakkı olmaksızın toplantılara katılacağıının düzenlenmesidir (Balıbek, Hürcan, Öztopal, 2012).

Borç yönetimi ile para politikası arasında eş güdümün sağlanması çerçevesinde yaşanan diğeri önemli bir gelişme ise Finansal İstikrar Komitesi'nin kurulması olmuştur (Balıbek, Hürcan, Öztopal, 2012). Finansal İstikrar Komitesi, 2011 yılında Hazine Müsteşarlığının teşkilat yapısını düzenleyen 4059 sayılı Kanun'da yapılan ek düzenleme ile kurulmuş olup, Hazine Müsteşarlığı'nın bağılı olduğu Bakan'ın başkanlığında, Hazine Müsteşarı, TCMB, BDDK, SPK ve TMSF başkanlarından oluşmaktadır.

3.2.2.4. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik

Türkiye'deki borç yönetimi uygulamaları şeffaflık ve hesap verilebilirlik kapsamında değeriendirildiğinde; borç yönetimi uygulamalarına ilişkin aylık ve yıllık borç yönetimi raporlarının Hazine Müsteşarlığı tarafından kamuoyuna duyurulmakta olduğu görölmektedir. Diğeri taraftan, yılda en az bir defa TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna borç yönetimine ilişkin sunum yapılmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 60-61).

Şeffaflık ve öngörülebilirliğin sağlanmasını teminen ihale takvimi ve finansman programı kamuoyuna açıklanmaktadır. Hazine, internet sitesinde her ay sonu bir sonraki ay içerisinde yapacağı ihale takvimini kamuoyuna açıklamaktadır. Ayrıca, ihale detayları ihale gününden en az bir gün önce yine Hazine internet sitesinde

yayımlanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 11). Borç yönetimi işlemleri ile hesapları, yıllık olarak Sayıştay Başkanlığı tarafından denetlenmekte ve her yıl “Hazine İşlemleri Raporu” hazırlanarak parlamentoya sunulmaktadır.

3.2.2.5. Kurumsal Yapılanma

Borç yönetiminde yasal çerçevenin temelini 2002 yılı Nisan ayında yürürlüğe giren 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” oluşturmaktadır. 4749 sayılı Kanun, borçlanmanın miktarına ve kompozisyonuna ilişkin yetkilendirme mekanizmasını belirlemenin yanı sıra, kamu borç yönetiminin amaç ve kapsamını, bu doğrultuda kurumlar arası ilişkileri, kamu varlıklarının yönetilmesine ilişkin hususları, bütçeleştirme ve muhasebeleştirmeye ilişkin genel esasları içermektedir (Cangöz, Balıbek, 2012).

4749 sayılı Kanun’un “Yetki” başlıklı 4’üncü maddesine göre; genel yönetim kapsamında borçlanma yetkisi Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu ilgili Bakana (Başbakan Yardımcısı) aittir. Genel bütçe dışındaki kamu kurum ve kuruluşları ile özel kuruluşların yurt dışından sağladıkları borçlanmalara garanti verme yetkisi ve yurt dışından sağlanan finansman imkânlarını bu kuruluşlara devretme veya ikraz etme yetkisi de aynı madde uyarınca Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakana aittir. Ancak, 4749 sayılı Kanunun ilgili hükümleri çerçevesinde borçlanma ve borç yönetimine ilişkin yetkiler, gerektiğinde mali yılla sınırlı olmak üzere Hazine Müsteşarlığına devredilebilmektedir. Bu kapsamda Hazineden sorumlu Bakan, genel yönetim kapsamında borçlanmadan sorumlu tek yetkili iken, söz konusu yetki devri sonucunda Hazine Müsteşarlığı, uluslararası uygulamalarda bahsedilen borç ofisi fonksiyonlarını yerine getirmektedir (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8284-1).

Ülkemiz uygulamasında toplam borç stokuna veya borç stokunun milli gelire oranına ilişkin yasal olarak herhangi bir sınırlama getirilmemiştir. Ancak, 4749 sayılı Kanun ile yıllık olarak borçlanmaya, Hazine garantilerine, ikrazen kullanılacak kaynakların miktarına ayrı ayrı limitler getirilmiştir. Ayrıca, söz konusu Kanun ile iç ve dış borçlanmada, sağlanan garantilerde ve bu garantilerin Hazine tarafından üstlenilmesinde, Hazine alacaklarının takip ve tahsiline ilişkin temel çerçeve oluşturulmuştur (Cangöz, Balıbek, 2012).

4749 sayılı Kanun'un 5'inci maddesine göre net borçlanma limiti, başlangıç bütçe ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark olarak belirlenmiştir. Aynı Kanun'un 3'üncü maddesi ile de net borçlanma kavramı tanımlanmıştır. Buna göre; net borçlanma, ilgili yıl içinde yapılan iç ve dış borçlanmalardan yıl içinde vadesi gelen anapara ödemelerinin düşülmesi ile elde edilen tutardır. Söz konusu borçlanma limiti değiştirilemez; ancak borç yönetiminin ihtiyaçları doğrultusunda yıl içerisinde yüzde 5 oranında artırılabilir. Söz konusu artışın da yeterli olmadığı durumlarda ilave yüzde 5'lik tutar ancak Bakanlar Kurulu'nun onayı ile artırılabilir. Ayrıca, Hazine'ye nakit girişi sağlamayan ancak Hazine'nin çeşitli kurum ve kuruluşlara olan borçları için ihraç ettiği özel tertip DİBS ihraçları da söz konusu borçlanma limitinin kapsamındadır. 4749 sayılı Kanuna göre dış borcun ikrazına ve sağlanacak garantili imkânlarla ilişkin limitler her yıl ilgili bütçe kanunları ile belirlenmektedir. Diğer taraftan, ikrazen özel tertip ihraçları için de ilgili bütçe kanunları ile limit belirlenmektedir (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8284-2).

Aşağıda Tablo 2'de 2013 yılı borçlanma limitlerine ilişkin bilgiler yer almaktadır. Tablodan da görüleceği üzere; 2013 yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu ile 2013 yılı için ikrazen özel tertip borçlanma limiti, 2013 yılı genel bütçe başlangıç ödeneklerinin %1'i olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan, 2013 yılı içerisinde sağlanacak garantili imkân ve dış borcun ikrazı limiti ise 3 milyar Amerikan Doları olarak belirlenmiştir (2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu, 2012).

Tablo 2: Borçlanmaya İlişkin 2013 Yılı Limitleri

Genel Bütçe Başlangıç Ödeneği (A)	" 396.705.004.350,00
Genel Bütçe Gelir Tahmini (B)	"362.960.518.000,00
Net Borçlanma Hasılatı (C=A-B)	" 33.744.486.350,00
İlave Borçlanma Limiti (D=C*0,05)	" 1.687.224.317,50
Toplam Net Borçlanma Limiti (E=C+D)	" 35.431.710.667,50
Garantili imkân ve ikraz limiti	\$ 3.000.000.000,00
İkrazen özel tertip DİBS Limiti (F=A*0,01)	" 3.967.050.043,50

2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu, 2012.

Kamu borç yönetiminde, 1990'lı yıllardan itibaren uluslararası uygulamalarda yaygın olarak gözlemlenen borç ofisi yapılanmasına geçiş sağlanmıştır. Buna göre, ön ofis fonksiyonlarını dış borçlanma bakımından Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, iç borçlanma bakımından Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü yürütmektedir. Orta ofis fonksiyonları Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü altında Risk Yönetimi Genel Müdür Yardımcılığı tarafından yürütülmektedir. Arka ofis fonksiyonları ise yine Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü altında Devlet Borçları ve Alacak Yönetimi Genel Müdür Yardımcılığı tarafından yürütülmektedir. Ülkemiz uygulamasında borç yönetiminin üst karar organı Borç ve Risk Yönetimi Komitesi (BRK)'dir. BRK'nin üyeleri Hazine Müsteşarlığı'ndan sorumlu Bakan, Hazine Müsteşarı, Hazine Müsteşar Yardımcıları, Kamu Finansmanı Genel Müdürü, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürü ile Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürüdür. BRK, Hazine'nin mali varlık ve yükümlülüklerinin yönetimine ilişkin stratejik ölçütleri belirlemektedir. BRK'nin sekreteryaya faaliyetlerinden, risk analizine dayalı politikaların geliştirilerek BRK'ye önerilmesinden ve borçlanmaya ilişkin gelişme ve risklerin takip edilmesinden Risk Yönetimi Genel Müdür Yardımcılığı sorumludur (Cangöz, Balıbek, 2012).

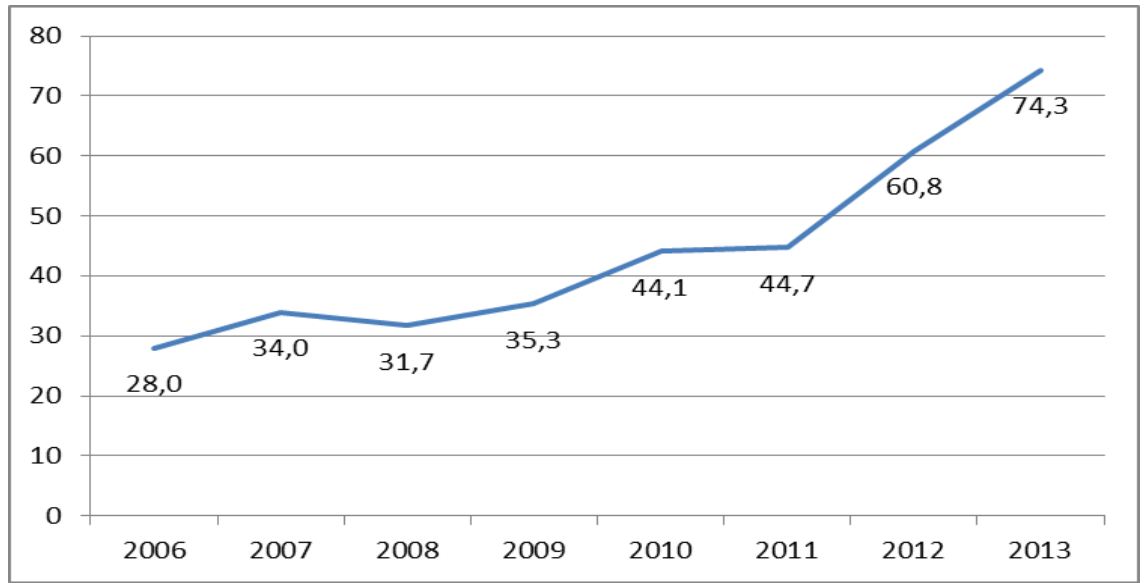
3.2.2.6. Borç Yönetimi Stratejisinin Oluşturulması

Türkiye'de borç yönetimi politikaları stratejik ölçütler çerçevesinde yürütülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 61). Ülkemiz uygulamasında borçlanma stratejilerinin, belirli bir risk analizi çerçevesinde oluşturulmuş olduğu görülmektedir. Borçlanma stratejileri oluşturulurken genellikle Hazine borç stokunun likidite ve piyasa risklerine olan hassasiyetinin en aza indirilmesi amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, 2003 yılından itibaren Hazine finansman programları orta-uzun vadeli stratejik ölçütlere uygun olarak hazırlanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 25).

Borçlanma stratejileri çerçevesinde uygulanan borçlanma politikaları ile öncelikle Hazine borç stokunun yeniden finansman riski ile likidite riskine odaklanıldığı görülmektedir. Bu çerçevede, yeni ihraç edilen borçlanma senetlerinin vadelerinin uzatılmasına dikkat edilmektedir. Bu sayede, iç borç stokunun ortalama vadesinin mümkün olduğunca uzatılması amaçlanarak, yeniden finansman riski en aza indirilmeye çalışılmaktadır. Söz konusu riskin en aza indirilmesi hedefi doğrultusunda ve borçlanma vadesinin uzatılmasına yönelik olarak, 10 yıl vadeli

enflasyona endeksli ve sabit faizli DİBS ihraçlarına 2011 ve 2012 yıllarında da devam edilmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2012b; Hazine Müsteşarlığı, 2013a).

2006 ila 2013 yılları arasında Hazine Müsteşarlığı tarafından yayımlanan “Kamu Borç Yönetimi Raporları”ndan ve Hazine Müsteşarlığı veri dağıtım sisteminden temin edilen bilgiler kapsamında oluşturulan iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama vadesine ilişkin bilgiler Şekil 1’de gösterilmektedir. Görüleceği üzere, yeniden finansman riskinin azaltılması amacı doğrultusunda 2006 yılında 28 ay olan piyasadan yapılan nakit iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama vadesi 2013 yılı sonu itibari ile 74,3 aya yükselmiştir.



Şekil 1: İç Borçlanmanın Ağırlıklı Ortalama Vadesi (Ay)

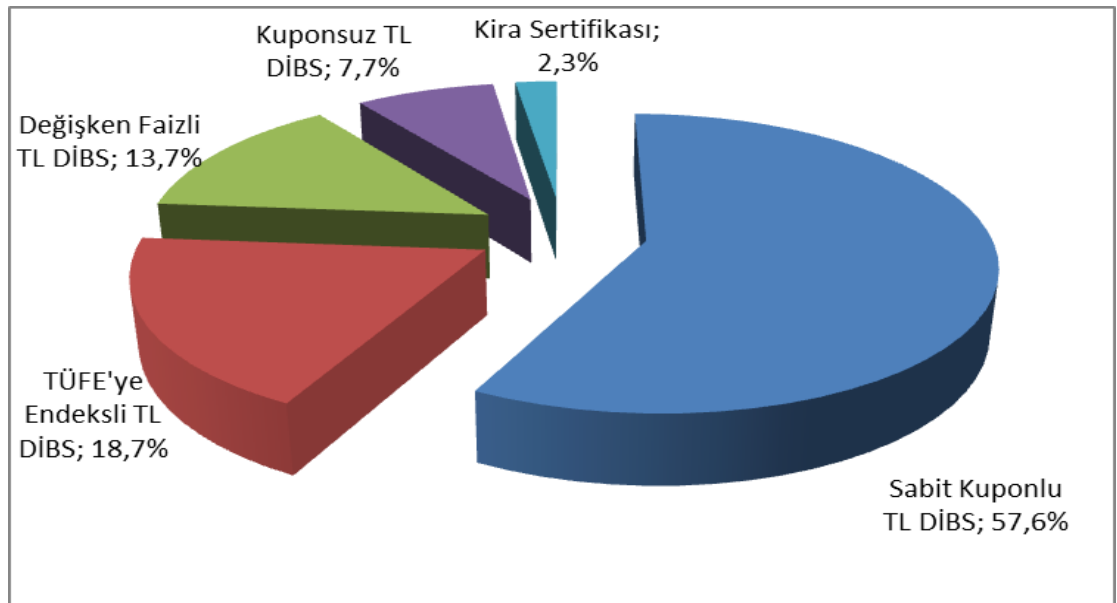
Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

Diğer taraftan, belirli bir risk analizi çerçevesinde hazırlanan borçlanma stratejilerinin diğer önemli önceliğinin; Hazine borç stokunun faiz oranı ve döviz kuru gibi fiyat hareketlerine olan duyarlılığının bir başka deyişle piyasa riskinin azaltılması olduğu görülmektedir. Bu öncelik doğrultusunda uygulanan borçlanma politikaları ile önemli kazanımlar elde edilmiştir. Bu kazanımların en önemli göstergesi, merkezi yönetim brüt borç stoku ile iç borç stoku içerisindeki sabit faizli senetlerin oranının artırılmasıdır. Yine piyasa riskinin azaltılması kapsamında bütçe finansmanı için yapılan borçlanmalarda, iç borçlanmanın toplam borçlanma içerisindeki ağırlığının artırıldığı ve iç borçlanmanın da ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılmaya çalışıldığı görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirilebilecek diğer bir

önemli gösterge ise, iç borç stoku içerisindeki döviz cinsinden ve dövizde endeksli senetlerin payının 2012 yılı sonu itibariyle sıfıra indirilmesidir (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 22).

2012 yılı Hazine Finansman Programı ile gösterge tahvil olarak ihraç edilen TL cinsinden kuponsuz tahvil yerine 2 yıl vadeli TL cinsinden sabit kuponlu tahvilin gösterge tahvil olarak her ay düzenli ihraç edileceği belirtilmiştir. Bu çerçevede, 2011 yılının Aralık ayından itibaren gösterge tahvil olarak her ay 2 yıl vadeli TL cinsinden sabit kuponlu senet ihraç edilmeye başlanmıştır. Ayrıca, 2012 yılı içerisinde finansman programı doğrultusunda uluslararası uygulamalara paralel bir şekilde 2, 5 ve 10 yıl vadeli TL cinsinden sabit faizli kuponlu senetlerin düzenli olarak ihracına başlanılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 22).

2013 yılında nakit olarak 150,6 milyar TL iç borçlanma sağlanmıştır. Söz konusu iç borçlanmanın yüzde 57,6'sı TL cinsi sabit kuponlu; yüzde 13,7'si değişken faizli; yüzde 7,7'si TL cinsi kuponsuz; yüzde 18,7'si TL cinsi enflasyona endeksli DİBS ihraçları ile sağlanırken geriye kalan yüzde 2,3'lük kısım ise kira sertifikası ihraçları ile gerçekleşmiştir. Şekil 2'de; 2013 yılında gerçekleştirilen nakit iç borçlanmanın borçlanma senedi bazında dağılımı görülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2014, 6).



Şekil 2: 2013 Yılı İç Borçlanmanın Enstrümanlara Göre Dağılımı (%)

Hazine Müsteşarlığı, 2014, 6.

Aşağıda yer alan tabloda 2007-2013 yılları arasında iç borçlanmanın enstrüman dağılımı gösterilmektedir. Söz konusu dönemde, piyasa riskinin azaltılması amacı

doğrultusunda, TL cinsi sabit kuponlu senetlerin ağırlığının yıllar itibari ile artmakta olduğu görülmektedir. Özellikle 2011 yılının son ayından itibaren kuponsuz (iskontolu) senetlerin yerine gösterge senet olarak sabit kuponlu senetlerin düzenli olarak ihraç edilmesi stratejisinin sonucu olarak 2012 yılı sonu itibari ile sabit kuponlu TL cinsi senetlerin iç borçlanma içerisindeki ağırlığının yüzde 65,7'e yükselmiş olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, yine piyasa riskinin azaltılmasının olumlu bir göstergesi olarak iç borçlanmada döviz cinsi senetlerin ağırlıklarının giderek azaldığı ve iç borçlanmanın TL cinsinden yapılması stratejisi çerçevesinde döviz cinsi senetlerin 2011 yılından itibaren ihraç edilmediği görülmektedir. 2013 yılı içerisinde iç borçlanmanın finansmanında değişken faizli senetlerin ağırlığının artıp, sabit faizli senetlerin ağırlığının görece azalmış olduğu görülmektedir. Bu durum, 2013 yılı içerisinde faiz oranı riski yerine likidite riski ile yeniden finansman riski üzerine odaklanılmış olduğunu göstermektedir. Tablo 3'ten de anlaşılacağı üzere, yeniden finansman riskinin azaltılması politikaları doğrultusunda, ilgili dönem sonunda iç borçlanmada enflasyona endeksli senetlerin ağırlığının artmış olduğu gözlenmektedir.

Tablo 3:2007 -2013 Yılları Arası Nakit İç Borçlanmanın Enstrüman Dağılımı

Enstrüman Cinsi	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TL Cinsi Sabit Kuponlu DİBS	13,8	5,1	5,4	24,9	36,3	65,7	57,6
TL Cinsi Kuponsuz DİBS	61,2	62,4	54,6	44,7	44,6	13,0	7,7
TL Cinsi Değişken Faizli DİBS	13,8	28,1	24,1	12,8	8,3	0,9	13,7
TL Cinsi TÜFE'ye Endeksli DİBS	5,8	2,3	15,0	15,1	10,1	18,8	18,7
Döviz Cinsi DİBS	7,0	2,1	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
TL Cinsi GES	0,0	0,0	0,8	0,9	0,8	0,1	0,0
Döviz Cinsi GES	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kira Sertifikası	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	2,3

Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

Tablo 4'te 2007 ile 2013 yılları arasında Hazine finansman durumuna ilişkin bilgiler verilmiştir. Görüleceği üzere; 2011 yılında 97,1 milyar TL anapara, 35,1 milyar TL faiz ödemesi olmak üzere toplam 132,1 milyar TL tutarında iç borç servisi yapılmıştır. Bu durumda 2011 yılı itibari ile iç borç çevirme oranı yüzde 84,5 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılının sonu itibari ile 84 milyar anapara, 40,7 milyar TL olmak üzere toplam 124,7 milyar TL iç borç servisi yapılmış olup iç borç çevirme oranı yüzde 81,4 olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılında ise iç borç çevirme oranı tekrardan yükselerek 84,5 olarak gerçekleşmiştir. Bütçe performansının etkisiyle,

öngörülen borçlanma dışı kaynakların daha olumlu gerçekleşmesi, 2011 yılı iç borç çevirme oranının beklenenden daha iyi gerçekleşmesine imkân tanımıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2012).

Tablo 4: Yıllar İtibarıyla Hazine Finansman Durumu

Milyar TL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Toplam Borç Servisi	158,9	146,5	148,9	194,8	150,3	143,8	183,2
İç Borç Servisi	136,8	129,6	134,2	178,1	132,1	124,7	167,1
Anapara	96,4	86,0	88,1	136,2	97,1	84,0	128,1
Faiz	40,4	43,6	46,2	41,9	35,1	40,7	39,1
Dış Borç Servisi	22,1	16,9	14,6	16,7	18,2	19,1	16,1
Anapara	15,7	11,0	8,3	10,7	11,5	11,9	8,6
Faiz	6,4	5,9	6,4	6,0	6,7	7,2	7,4
Kaynaklar ve Borçlanma	158,9	146,5	148,9	194,8	150,3	143,8	183,2
Borçlanma Dışı Kaynaklar	36,9	33,9	4,8	21,0	29,3	28,7	28,5
Toplam Borçlanma	119,3	107,2	150,2	173,9	121,0	115,1	154,7
Dış Borçlanma	10,5	10,9	11,3	14,9	9,3	13,6	13,5
İç Borçlanma	108,8	96,3	138,9	159,0	111,6	101,5	141,2
Toplam İç Borç Çevirme Oranı (%)	79,5	74,3	103,5	89,3	84,5	81,4	84,5
Net Borçlanma	7,2	10,2	53,8	27,0	12,4	19,2	18,0
Net İç Borçlanma	12,4	10,3	50,8	22,8	14,6	17,5	13,1
Net Dış Borçlanma	-5,2	-0,1	3,0	4,2	-2,2	1,7	4,9

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 25; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 1.

Borçlanma stratejilerine dış borç yönetimi açısından bakıldığında; borç yönetiminin önceliklerinden birisinin döviz kuru riskinin azaltılması olduğu görülmektedir. Bu riskin azaltılması çerçevesinde, yurtiçi finansal piyasaların geliştirilmesi ve Hazine finansman açığının ağırlıklı olarak TL cinsinden iç borçlanmayla karşılanması politikası uygulanmıştır. Dış borçlanmanın esas olarak önceki yıllarda temin edilen dış borçların servisinin yerine getirilmesi amacıyla yapılmakta olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, net dış borç ödemelerinin negatif olduğu dönemlerde aradaki fark iç borçlanma ile karşılanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 37).

Dış borçlanma stratejilerinin önemli amaçlarından birisinin, iç borçlanma stratejilerinde olduğu gibi yeniden finansman riskini azaltmak olduğu görülmektedir. 2005 ile 2013 yılları arasında dış tahvil stoku ile dış borç stokunun vadeye kalan

süreleri Tablo 5’te gösterilmiştir. Dönem sonunda her iki stoka ait göstergelerde de söz konusu riskin azaltılması kapsamında önemli kazanımlar elde edilmiştir.

Tablo 5: Merkezi Yönetim Dış Borç Stokuna İlişkin Vadeye Kalan Süreler (Yıl)

Yıllar	Dış Tahvil Stokunun Vadeye Kalan Süresi	Dış Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi
2005	8,1	7,5
2006	9,6	8,8
2007	9,8	9,5
2008	10,3	9,8
2009	9,6	9,6
2010	10,3	10,5
2011	10,1	10,8
2012	10,2	11,1
2013	9,9	11,0

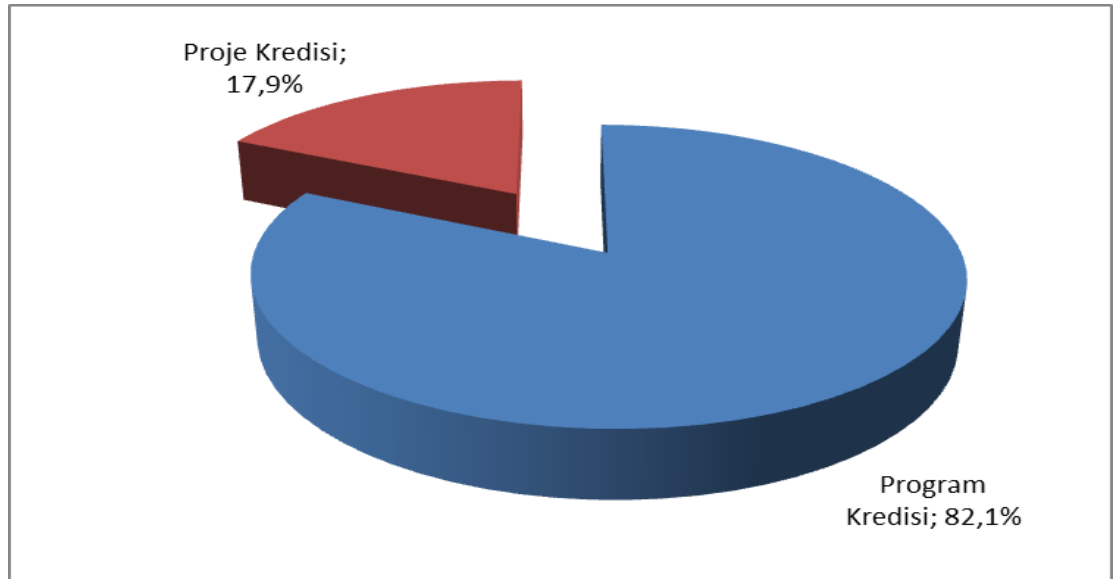
Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 15; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 15.

Ülkemizde dış borçlanma iki şekilde yapılmaktadır. Bunlardan birincisi, program finansmanı; ikincisi ise proje finansmanıdır. 4749 sayılı Kanun’un 3’üncü maddesinde program kredisi ile proje kredisinin tanımı yapılmıştır. Buna göre program kredisi; Müsteşarlık tarafından ülkenin makroekonomik hedefleri çerçevesinde, doğrudan veya Hazine garantisi altında, kamunun finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla herhangi bir dış finansman kaynağından sağlanan finansman imkânını ifade etmektedir. Yine proje kredisi; projelerin gerçekleşmesi için herhangi bir finansman kaynağından sağlanan finansman imkânını ifade etmektedir (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8284).

Bütçe finansmanı amacıyla Hazine Müsteşarlığınca uluslararası sermaye piyasalarında tahvil ihraç edilmesi veya Uluslararası Para Fonu ile Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan kredi temin edilmesi program finansmanı kapsamına girmektedir. Bu tür kaynaklardan temin edilen fonlar doğrudan Hazine hesaplarına girmektedir. Hazine tarafından temin edilen bu tür fonlar doğrudan bütçe finansmanı amacıyla kullanılabileceği gibi, diğer kurum ve kuruluşlara ikraz edilmek suretiyle de kullanılabilmektedir. Proje kredileri ise genellikle yıllık yatırım programında yer alan projeler ile milli savunma projelerinin dış finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Temin edilen proje kredileri genellikle merkez bankası nezdinde proje yürütücüsü ve yararlanıcısı kuruluş adına açılan özel hesaplara yatırılmakta ya da yurt dışından

sağlanan fonların doğrudan yurt dışındaki tedarikçiye ödenmesi şeklinde doğrudan kullanım olarak kullanılmaktadır. 2000’li yıllarda dış borçlanmanın enstrüman yapısı içinde, uluslararası piyasalarda yapılan tahvil ihraçları ile uluslararası kuruluşlardan sağlanan uygun koşullu proje ve program kredilerinin ağırlık kazandığı ve Hazine borç stokunun vadesinin uzatılması amacıyla uluslararası piyasalarda yapılan tahvil ihraçlarında ortalama vadenin uzatılmış olduğu görülmektedir (Cangöz, Erdener, 2012, 234).

Merkezi Yönetim Bütçesi kapsamında dış kredi kullanımlarının dağılımında program kredilerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Şekil 3’te dış kredi kullanımlarının program ve proje kredisi temelinde dağılımı gösterilmektedir. Şekilden de görüleceği üzere; 2013 yılında program kredilerinin dış borçlanma içerisindeki ağırlığı %82,1 olmuştur. Söz konusu oran, 2012 yılı sonunda %81,9’dur. Program kredileri içerisinde uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ihraçları ile elde edilen fonların önemli bir ağırlığı olduğu düşünüldüğünde, dış borçlanmanın daha çok bütçe finansmanı amacıyla yapılmış olduğu sonucuna varılabilir.

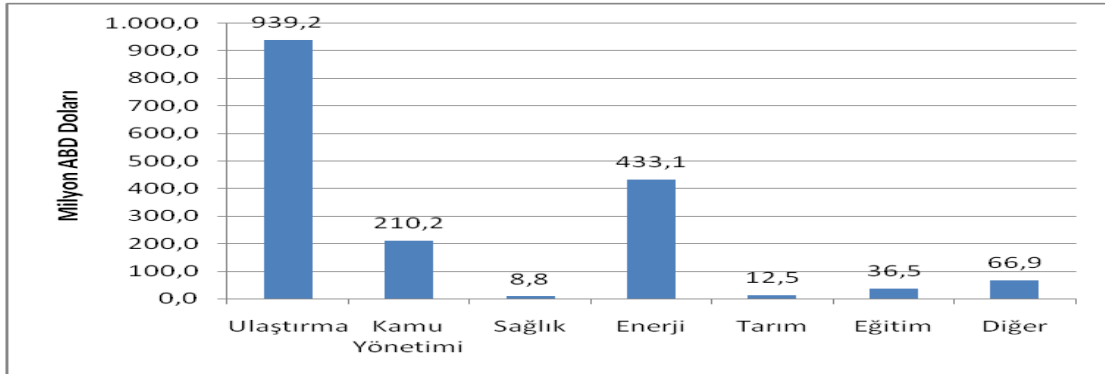


Şekil 3: Merkezi Yönetim Bütçesi Kapsamında Dış Kredi Kullanımları

Hazine Müsteşarlığı, 2014, 10.

Diğer taraftan, proje kredisi kullanımlarında ulaştırma sektörü, enerji sektörü ile kamu yönetimi sektörlerinde gerçekleştirilen projelerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Yıllar itibari ile değerlendirildiğinde ise proje finansmanında daha çok ulaştırma ve enerji sektörlerinde yürütülecek projeler için finansman sağlandığı

görülmektedir. Şekil 4’te 2012 yılında gerçekleştirilen proje kredisi kullanımlarının sektörler itibarıyla dağılımları görülmektedir.



Şekil 4: Merkezi Yönetim Bütçesi Kapsamında Proje Kredisi Kullanımları

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 10.

Sağlanan proje kredilerinin kaynaklarına göre dağılımı Tablo 6’da gösterilmektedir. Tabloya bakıldığında son yıllarda uluslararası kuruluşlardan sağlanan finansman imkânlarının ağırlıkta olduğu görülmektedir. Özellikle 2011 ve 2012 yıllarında sağlanan proje kredilerinin finansmanında uluslararası kuruluşların ağırlığının sırasıyla yüzde 85 ve 84,3 olduğu görülmektedir.

Tablo 6: Sağlanan Proje Kredilerinin Kaynaklarına Göre Dağılımı (%)

Kredi Türü	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Hükümet Kredisi	0	4,4	6,0	7,9	10,0	5,9
Ticari Kredi	46,9	19,3	17,1	27,0	5,0	9,3
İhracat Kredisi	25,5	5,3	0,2	36,8	0	0,5
Uluslararası Kuruluşlar	25,5	5,3	76,7	28,2	85,0	84,3

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 30.

Yeniden finansman riski ile piyasa riskinin azaltılması çerçevesinde uygulanan borçlanma stratejilerinin merkezi yönetim borç stokuna yansımalarına bakıldığında, merkezi yönetim toplam borç stoku içindeki sabit faizli borçların ağırlığının 2013 yılında yüzde 61,5’e çıkmış olduğu görülmektedir. Böylece borç stokunun faiz değişimlerine olan duyarlılığı azalmaya devam etmiştir. Bu durum faiz oranı riskinin azaltılması politikalarının olumlu bir sonucudur. Diğer taraftan, değişken faizli senetlerin toplam borç stoku içerisindeki ağırlığının zamanla azalmakta olduğu ve 2007 yılı sonunda yüzde 37,5 olan ağırlığının 2013Aralık sonu itibari ile yüzde 22,1’lere indiği görülmektedir. Değişken faizli senetlerin toplam borç stoku

içerisindeki payının azalması borç stokunun piyasa hareketlerine duyarlılığının azalmasını sağlamaktadır. Küresel krizin etkilerinin derinleşerek hissedildiği 2009 yılında sabit faizli senetlerin ağırlığının azalmış olduğu görülmektedir. Bu duruma söz konusu krizle birlikte DİBS'lere yönelik yabancı yatırımcı talebinin azalması ve geleceğe yönelik belirsizliklerin artmasının neden olduğu düşünülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2010a). 2007 ile 2013 yılları arasında merkezi yönetim borç stokunun faiz yapısı Tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)

Faiz Tipi	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sabit	55,8	57,0	53,4	56,0	59,2	59,8	61,5
Değişken	37,5	37,3	38,0	32,8	28,4	25,9	22,1
Enflasyona Endeksli	6,7	5,7	8,5	11,2	12,4	14,3	16,4

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 31; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 13.

Diğer taraftan, yeniden finansman riskinin azaltılması amacı çerçevesinde borç stokunun ağırlığı içerisinde enflasyona endeksli senetlerin payının artmakta olduğu görülmektedir. Bu sayede borç stokunun ortalama vadesinin uzaması sağlanmıştır. Tablo 8'de merkezi yönetim borç stokunun vadeye kalan ortalama süreleri gösterilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı üzere hem iç borç stokunun hem de dış borç stokunun vadeye kalan ortalama süreleri önemli derecede uzatılmıştır.

Tablo 8: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Yıl)

YILLAR	İç Borç Stoku	Dış Borç Stoku	Toplam Stok
2005	2,0	5,7	2,9
2006	2,0	7,0	3,4
2007	2,1	7,7	3,4
2008	2,0	7,9	3,6
2009	2,0	7,9	3,5
2010	2,6	8,8	4,1
2011	2,6	9,0	4,5
2012	2,8	9,4	4,6
2013	3,9	9,3	5,6

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 15; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 15.

Merkezi yönetim iç borç stokunun faiz kompozisyonuna bakıldığında, Tablo 9'dan da görüleceği üzere merkezi yönetim toplam borç stokundaki gelişmelere paralel bir şekilde değişken faizli DİBS stokunun toplam iç borç stoku içerisindeki payında düşüş yaşanırken, sabit faizli ve enflasyona endeksli senetlerin toplam stok

içerisindeki paylarında artış gerçekleşmiştir. Bu sayede yeniden finansman riski ile faiz oranı riskinin iç borç stoku üzerindeki etkilerinin azaltılması sağlanmıştır.

Tablo 9: Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)

Faiz Tipi	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sabit	48,1	50,2	51,2	47,0	49,8	52,2	52,2	52,6
Değişken	44,8	41,0	40,9	41,6	35,2	30,4	28,0	23,5
Enflasyona Endeksli	7,1	8,8	7,9	11,4	15,0	17,4	19,7	23,9

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 31; <https://hmvs.hazine.gov.tr/>.

Piyasa riski unsurlarından birisi olan döviz kuru riskinin azaltılması politikası çerçevesinde ise bütçe finansmanı amacıyla yapılan borçlanmalar içerisinde dış borçlanmaların ağırlığının zaman içerisinde azaltılmış olduğu görülmektedir. Yine bu amaç doğrultusunda, iç borçlanma senetleri içerisinde döviz cinsinden gerçekleştirilecek ihraçların payı giderek azaltılmıştır. 2003 yılından itibaren uygulanmakta olan risk analizine dayanan borçlanma stratejileri çerçevesinde, Tablo 10'dan da anlaşılacağı üzere merkezi yönetim iç borç stokunun gerek vade yapısında gerekse döviz kompozisyonunda önemli kazanımlar kaydedilmiştir. 2003 yılında başlayan kademeli olarak iç piyasalardan yapılan TL cinsi borçlanma politikaları sonucu Şubat 2012 itibarıyla iç borç stoku içerisindeki döviz cinsi senetlerin payı sıfırlanmıştır. Bu sayede döviz kuru oynaklığından dolayı iç borç stokunda oluşabilecek kur riski ortadan kaldırılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2012, 30).

Tablo 10'da borç stokunun döviz kompozisyonuna ilişkin bilgilere yer verilmiştir. Dış Borç Stokunun döviz kompozisyonuna bakıldığında 2013 yılında toplam borç stoku içindeki yüzde 18,0'lık ağırlığı ile ABD Dolarının en önemli dış borçlanma para birimi olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, son yıllarda Japon piyasasında yapılan tahvil ihraçları ile birlikte Japon Yeninin de ağırlığının artmakta olduğu görülmektedir. Türkiye'nin 2003 yılından itibaren IMF'ye net borç ödeyicisi durumuna gelmesi ile birlikte SDR'nin dış borç stoku içerisindeki payının azalmış olduğu görülmektedir. Öte yandan, borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması stratejisinin sonucu olarak merkezi yönetim toplam borç stoku içerisinde TL cinsi borçların payının yıllar itibarıyla artmakta olduğu görülmektedir. Söz konusu strateji kapsamında merkezi yönetim borç stokunun kur değişimlerine olan duyarlılığı da azaltılmış olmaktadır.

Tablo 10: Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Toplam Stok	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
TL	68,7	66,2	70,9	73,3	70,4	72,6	68,8
USD	18,9	19,4	16,5	15,1	16,6	16,0	18,0
EUR	8,9	9,5	8,2	7,6	8,8	8,1	10,3
SDR	2,5	3,4	3,2	2,3	1,6	0,8	0,5
JPY	0,8	1,3	1,1	1,4	2,4	2,3	2,1
Diğer	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
İç Borç Stoku	76,6	72,3	74,7	74,5	71,1	72,6	68,8
TL	68,7	66,2	70,9	73,3	70,4	72,6	68,8
USD	6,0	4,4	2,9	1,2	0,7	0,0	0,0
EUR	1,9	1,7	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dış Borç Stoku	23,4	27,7	25,3	25,5	28,9	27,4	31,2
USD	13,0	15,1	13,6	14,0	15,9	16,0	18,0
EUR	7,0	7,8	7,2	7,6	8,8	8,1	10,3
JPY	0,8	1,3	1,1	1,4	2,4	2,3	2,1
SDR	2,5	3,4	3,2	2,3	1,6	0,8	0,5
Diğer	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

Sonuç olarak 2011, 2012 ve 2013 yıllarında ölçüt borçlanma stratejileri doğrultusunda iç borçlanmanın tümüyle TL cinsinden ve ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılmakta olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, ortalama vadeyi uzatabilmek amacıyla enflasyona endeksli ve 6 ayda bir kupon ödemeli senet ihracına başlanılmış ve önemli kazanımlar elde edilmiştir. İç borçlanmanın finansmanında döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerin payları sıfıra indirilmiş ve bu sayede kur riskine olan duyarlılık azaltılmıştır.

Borçlanma stratejileri dış borçlanma açısından değerlendirildiğinde ise son yıllarda dış borçlanmaların daha çok bütçe finansmanı ve dış borç servisinin karşılanması amacıyla yapılmakta olduğu; ancak bütçe açığının giderek artan oranda iç borçlanma ile karşılanmaya başlandığı görülmektedir. Bu sayede, toplam borç stoku içerisinde yabancı paraların ağırlığının ve borç stokunun kur dalgalanmalarına olan duyarlılığının azalmakta olduğu görülmektedir.

Son olarak varlık ve yükümlülük yönetimini kamu borç yönetimi kapsamında değerlendirecek olursak, ilk olarak ülkemizin döviz varlıklarının kısıtlı olması dolayısıyla borç stoku içerisinde döviz cinsi varlıkların ağırlığının azaltıldığını

görmekteyiz. Ancak, 2013 yılı içerisinde dış borç servisinin yüzde 69,20'sinin Amerikan Doları olarak yapılmasına karşın, 2013 yılında imzalanan proje ve program kredilerinin döviz cinsinin yaklaşık yüzde 45'inin Dolar cinsinden olması varlık ve yükümlülük yönetimi kapsamında önemli bir risk olduğu düşünülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2014). Diğer taraftan, iç borç stoku içerisinde değişken kupon faizli senetlerin yerini enflasyona ve gelire endeksli senetlerin alması yönünde çabaların olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, enflasyona endeksli senetlerin ihraç edilmesiyle faiz giderlerinin talep yönlü şokların bütçe gelirleri üzerindeki etkisine paralel olarak hareket etmesi ve bütçe dengesine olumlu yönde katkı sağlaması amaçlanmaktadır. Gelire endeksli senetlerin ihraç edilmesi ile borçlanılan miktarın faizi bilançonun aktif kısmında yer alan Kamu İktisadi Teşebbüslerine ilişkin gelirlere endekslenmiş olmaktadır.

3.2.2.7. Risk Yönetimi Çerçevesi

Kamunun mali varlık ve yükümlüklerinin yönetimine ilişkin genel stratejilerin belirlenmesi 4749 sayılı Kanun'un 12'nci maddesi ile oluşturulan Borç ve Risk Yönetimi Komitesi (BRK)'nin sorumluluğundadır. Kamu borç ve alacak portföyüne ilişkin BRK'nin belirlediği esaslar ve politikalar kapsamında, piyasa riski, kredi riski ve operasyonel riskler gibi temel riskler yönetilmekte ve düzenli olarak raporlanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 37).

Türkiye uygulamasında piyasa riski, riske maruz maliyet yaklaşımı ile ölçülmektedir. Söz konusu yöntem çerçevesinde, esas alınan maliyet ve risk kavramları, farklı stratejilerin maliyet ile risklerinin karşılaştırılmasında ve dolayısıyla stratejik ölçütlerin belirlenmesinde oldukça önemli bir yere sahiptir (Balıbek, Memiş, Yurtsever, 2012, 124).

Riske Maruz Maliyet yaklaşımı, farklı makroekonomik senaryolar altında alternatif borçlanma stratejilerinin beklenen maliyet ve risk değerlerinin hesaplanabilmesine olanak sağlamaktadır. Söz konusu model kapsamında üç temel modül bulunmaktadır. Bu modüllerden ilki “Borç Stoku Veri Tabanı” modülüdür. Bu modül Hazine borç portföyünde bulunan mevcut senetlere ilişkin detaylı verilerden oluşmaktadır. İkinci modül olan “Makroekonomik Değişkenlerin Simülasyonu” modülü, faiz oranı, döviz kuru gibi makroekonomik değişkenler için simülasyon patikaları oluşturmaktadır. Son modül olan “Borçlanma Stratejileri” modülü ise alternatif stratejilerin üretilen

simülasyon patikaları ve “Borç Stoku Veri Tabanı” modülünden gelen veriler dahilinde maliyet ve risk değerlerinin hesaplanmasına imkan tanımaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 39).

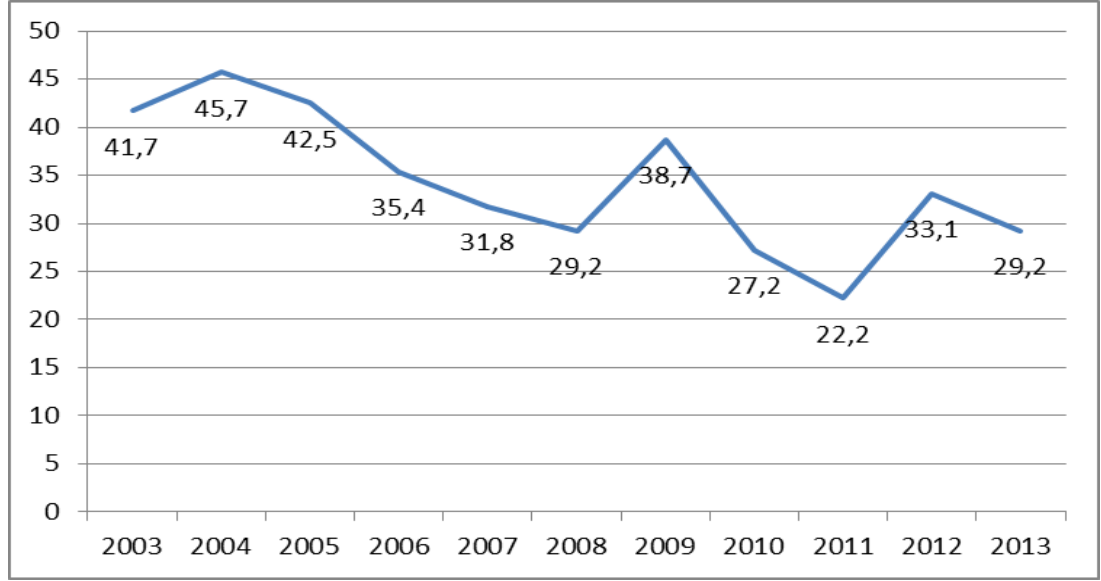
Riske Maruz Maliyet yaklaşımı çerçevesinde iki kavramın daha açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Bunlardan birincisi maliyet kavramıdır. Riske Maruz maliyet yaklaşımı çerçevesinde “nakit bazlı faiz ödemeleri”, “borç stokunun nominal değeri” ile “işlemiş enflasyon farklı nominal stok” kavramları maliyet göstergeleri olarak kullanılmaktadır. Riske Maruz Maliyet yaklaşımı çerçevesinde ikinci kavram ise risk kavramıdır. Risk göstergesi olarak maliyetlerin olasılık dağılımının kuyruk kısmındaki tüm beklenen maliyetlerin ortalamasını alarak, aşırı durumları bile kapsayabilen “Kuyruktaki Riske Maruz Maliyet” kavramı kullanılmaktadır. (Hazine Müsteşarlığı, 2011, 40).

2008 yılından itibaren likidite, faiz oranı ve döviz kuru riski yönetimi amacıyla belirlenen stratejik ölçütler; doğrudan borçlanmalar üzerindeki göstergeler ile aktif borç yönetimi işlemlerini (geri alım, değişim, türev enstrümanlar vb.) de kapsayacak bütüncül bir yaklaşım çerçevesinde tasarlanmaktadır. 2012-2014 dönemi için likidite riski kapsamında ortalama vadenin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılarak vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının azaltılması amaçlanmaktadır. Nakit ve borç yönetiminde likidite riskinin azaltılması çerçevesinde oluşturulan diğer bir ölçüt ise güçlü rezerv tutulmasıdır (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 37).

Faiz riski yönetimi doğrultusunda; TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak faizi gelecek 12 ay içerisinde yenilenecek senetlerin payının azaltılması amaçlanmaktadır. Piyasa riskinin diğer bir unsuru olan döviz kuru riski yönetimine ilişkin ise borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması hedeflenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 37).

Likidite riskinin azaltılması amacı doğrultusunda hazırlanan stratejik ölçütlerin uygulanması sonucunda, vadesi 12 ay içerisinde dolacak borcun iç borç stoku içerisindeki payının seyrine bakıldığında, söz konusu göstergenin 2003 yılındaki yüzde 41,7’lik seviyesinden 2013 yılı sonunda 29,2 seviyesine düşmüş olduğu görülmektedir. Küresel krizin etkili olduğu 2009 yılının haricinde göstergede genellikle bir düşüş olduğu ve bu kapsamda önemli kazanımlar elde edildiği

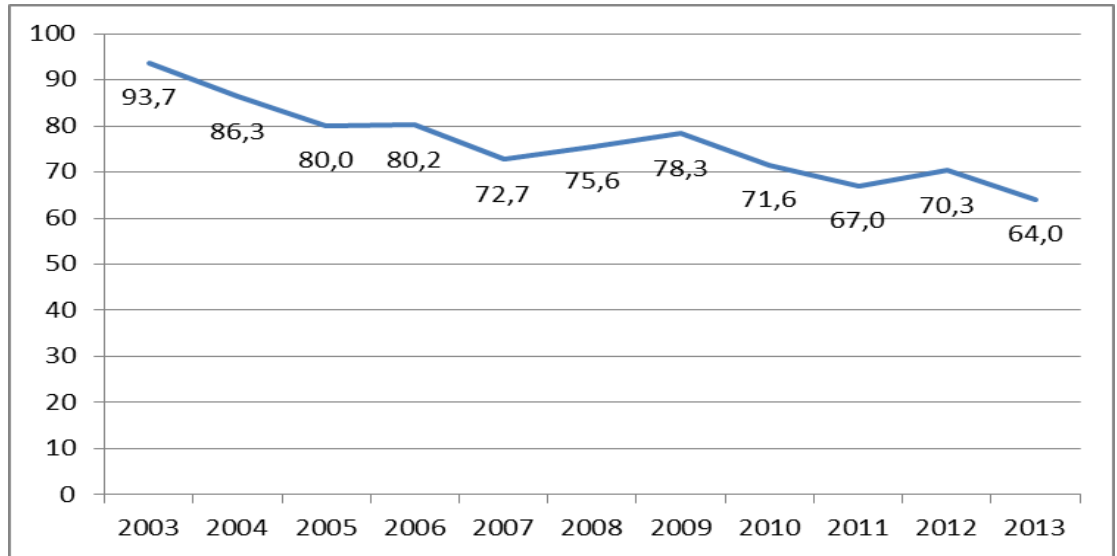
anlaşılmaktadır. Söz konusu göstergeye ilişkin gelişmeler, Şekil 5'te gösterilmektedir.



Şekil 5: Vadesi 12 Ay İçinde Dolacak Borcun İç Borç Stoku İçerisindeki Payı (%)

Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 38; Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 37; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 16.

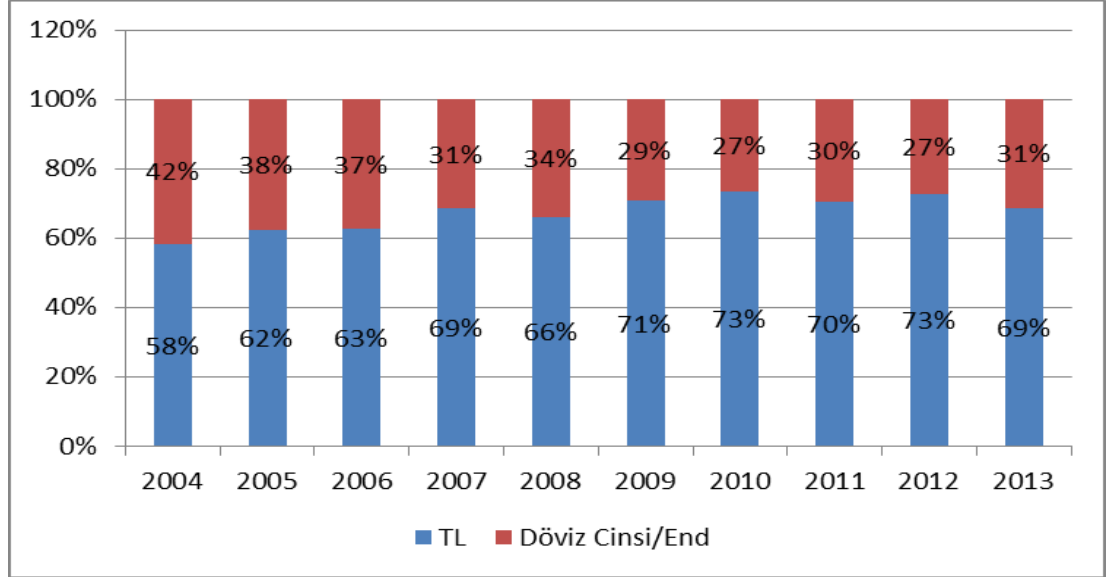
Şekil 6'da; faizi 12 ay içerisinde yenilenecek borcun TL borç stoku içerisindeki payı yer almaktadır. Söz konusu ölçütün 2003 yılındaki yüzde 93,7'lik seviyeden 2013 yılında yüzde 64,0 seviyesine gerilediği görülmektedir. Bu sayede Hazine borç stokunun faiz oranlarındaki değişimlere duyarlılığının azalmış olduğu görülmektedir.



Şekil 6: Faizi 12 Ay İçinde Yenilenecek Borcun TL Borç Stoku İçindeki Payı

Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 38; Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 39; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 16.

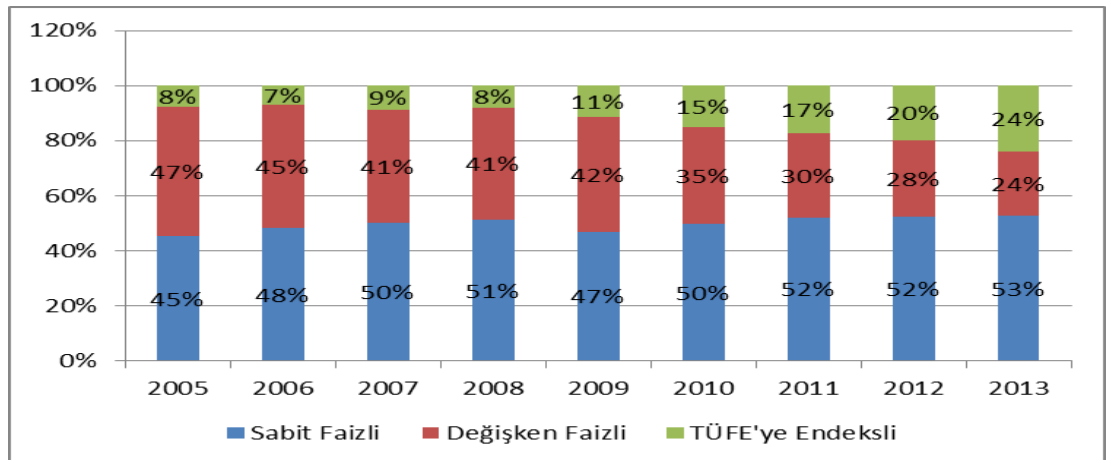
Merkezi Yönetim Borç Stokunun döviz yapısına bakıldığında ise döviz kuru riskinin azaltılması kapsamında uygulanan borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması stratejik ölçütü doğrultusunda, toplam borç stokunun TL yapısının güçlenmiş olduğu ve kur riskinin azaltılmış olduğu görülmektedir. Merkezi Yönetim Borç Stokunun döviz yapısı Şekil 7’de gösterilmektedir.



Şekil 7: Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL/Döviz yapısı

Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

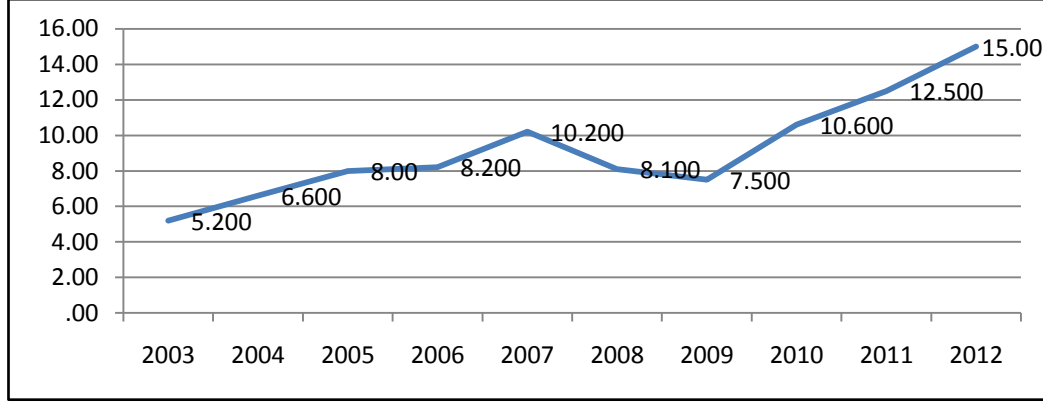
Piyasa riskinin azaltılması kapsamında uygulanan TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılması politikası sonucunda, iç borç stoku içerisinde yer alan değişken faizli senetlerin payının yıllar itibariyle azaldığı Şekil 8’de görülmektedir.



Şekil 8: Merkezi Yönetim TL Cinsi İç Borç Stokunun Faiz Kompozisyonu

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 38; Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

Yeniden finansman riskinin azaltılması amacıyla uygulanan borçlanma politikaları kapsamında önemli kazanımlar elde edilmiştir. Bu kapsamda, nakit dışı senetler ile TÜFE'ye endeksli senetler hariç tutulduğunda TL cinsi iç borç stokunun süresinin de yıllar itibari uzamakta olduğu ve söz konusu göstergenin aşağıda yer alan Şekil 9'dan da anlaşılacağı üzere Aralık 2012 sonu itibari ile 15 yıla yükselmiştir.



Şekil 9: TL Cinsi İç Borç Stokunun Süresi (Yıl)

Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 38; Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 38.

2002 yılında yasalaşan 4749 sayılı Kanun, kredi riskinin yönetilmesine ilişkin düzenlemelerin yasal dayanağını oluşturmaktadır. Ülkemizde kredi riskinin en önemli kaynakları arasında; ikrazlı krediler ile garantili krediler gelmektedir. Diğer bir kredi riski kaynağı ise Hazinece ihraç edilen ikrazlı tahvillerdir. Ülkemizde, kredi riskinin kontrol edilmesinde ve sınırlandırılmasında belli bazı yöntemler kullanılmaktadır. Bu kapsamda, Hazine garantisi sağlanması, kuruluşların mali durumları ve borç ödeme performanslarına ilişkin değerlendirmeleri esas alan bir takım ölçütlere bağlanmıştır. Ayrıca, her yıl sağlanacak garantili imkân, ikrazlı krediler ve ikrazen ihraç edilecek iç borçlanma senetleri için ilgili yılın bütçe kanunlarıyla bir limit belirlenmektedir. Bu çerçevede, garantili imkân ve ikrazlı krediler için bir limit, ikrazlı senetler için ayrı bir limit belirlenmektedir. Diğer taraftan, Hazine yatırım garantileri için garantili imkâna ilişkin limitin yanında projelere sağlanacak garantilerin süresi 49 yıl ile sınırlandırılmıştır (Memiş, Karadağ, Bingöl, 2012, 158).

Kredi riski yönetimine ilişkin düzenlemelerin bir diğeri de Hazine garantileri kapsamında Müsteşarlık tarafından ödenen tutarlar ile risk yönetimi kapsamında önceden öngörülmesi mümkün olmayan ödemelerin bütçe içine alınmasıdır. Bu amaçla, 4749 sayılı Kanun'un 13'üncü maddesi ile TCMB nezdinde Risk Hesabı

oluşturulmuştur. Hazine garantili kredilerden gerçekleştirilecek üstlenimler oluşturulan Risk Hesabından karşılanmaktadır. Hesabın gelirleri üstlenimler nedeniyle ilgili kuruluşlarca yapılan geri ödemeler, garanti ve ikraz ücretleri ve hesabın nema gelirlerinden oluşmaktadır. Risk Hesabının gelirlerinin giderlerini karşılamaması halinde bütçenin yurt içi borç verme ödeneğinden ödenek aktarılmaktadır. Söz konusu ödenek ihtiyacının yıllık olarak belirlenmesi, garantilerden kaynaklanan risklerin karşılığının bütçe içine alınmasını sağlamıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2011, 39).

Kredi Riskinin yönetiminde kullanılan bir diğer araç ise, Hazine garantileri sağlanmasında veya kredilerin ikraz edilmesinde lehine garanti sağlanan veya kredinin ikraz edildiği kuruluştan bir defaya mahsus olmak üzere garanti ya da ikraz ücreti alınmasıdır. 4749 sayılı Kanun'un 7 ila 8'inci maddeleriyle alınacak garanti/ikraz ücreti belirlenmiştir. Söz konusu garanti/ikraz ücreti anlaşma tutarının yüzde birine eşittir. Ancak, söz konusu tutarı beş katına kadar artırmaya Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır. Garanti/ikraz ücretinin belirlenmesinde, faydalanıcı kuruluşun risk düzeyi ve geçmiş dönem ödeme performansları göz önünde bulundurulmaktadır (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8286-2).

2009 yılında "4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelik" çıkarılmıştır. Söz konusu Yönetmelik kapsamında uygulanan kısmi garanti müessesesi de kredi riski yönetimi çerçevesinde kullanılan diğer bir araçtır. Kısmi garanti uygulaması kapsamında Hazine garantisi anlaşma tutarının en fazla yüzde 95'ine kadar verilmektedir. Kısmi garanti oranı garanti sağlanacak veya kredinin ikraz edileceği kuruluşun mali durumu, geçmiş dönem borç ödeme performansı ve kredinin finansman koşullarına göre belirlenmektedir. Ülkemizde kredi riskinin yönetiminde kullanılan bir diğer uygulama "Dış Borç Ödeme Hesabı" uygulamasıdır. Anılan Yönetmelik hükümleri doğrultusunda yerel yönetimlere garantili veya ikrazlı kredi sağlanması durumunda, lehtar kuruluşların (il özel idareleri, belediyeler vb.) ticari bir banka nezdinde söz konusu dış borç ödeme hesabı açmakta ve bu hesaba garantili ve ikrazlı kredilerinin geri ödemelerini gerçekleştirmek amacıyla gelirlerinin bir kısmını aktarmaktadırlar (Hazine Müsteşarlığı, 2011, 39).

Kredi riskinin ölçülmesinde yararlanılan en önemli araç kredi derecelendirme modelidir. Model kapsamında Hazine geri ödeme garantileri, Hazine yatırım garantileri ve Hazine alacakları değerlendirilmektedir. Model, KİT'ler, belediyeler, belediye bağlı kuruluşları ve şirketleri ile bankaları kapsamaktadır. Modelde üç temel hesaplama bulunmaktadır. Bunlar, kuruluşun temerrüde düşme olasılığı, tahsilat oranı ve geri dönüş oranıdır. Model çerçevesinde iki türlü temerrüt olasılığı hesaplanmaktadır. Bu olasılıklardan ilki; bir önceki yılda temerrüde düşmemiş kuruluşun bir sonraki yılda temerrüde düşme olasılığıdır. İkinci olasılık ise; bir önceki yılda temerrüde düşen kuruluşun takip eden yılda da temerrüde düşme olasılığıdır. İkinci olasılık kuruluşun geçmiş yıllardaki borç servisi performansları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Söz konusu iki olasılık dikkate alınarak kuruluşun yükümlülük süreci boyunca sahip olacağı tüm olası temerrüt patikaları hesaplanmakta ve tahsilat ile geri dönüş oranları kullanılarak kuruluştan beklenen kayıp miktarları hesaplanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2008a).

Kredi Derecelendirme Modeli çerçevesinde oluşturulan kredi notları, kuruluşların temerrüde düşme olasılıklarına göre belirlenmektedir. Son iki yıl içinde temerrüde düşmemiş kuruluşlar A-D arasında kredi notu alırken, son iki yılın herhangi birinde temerrüde düşen kuruluşlar E veya F notu ile değerlendirilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2011b, 42). Söz konusu model, yıllık garantili imkan ve dış borcun ikrazı limiti, yıllık risk hesabı ödeneği, kısmi garanti oranı ve garanti/ikraz ücretinin belirlenmesinde kullanılmaktadır.

Tablo 11: Kredi Derecelendirme Modeli Notları

Kredi Notu	Açıklama	Son iki Yılda Birinde Temerrüt	Olasılık
A	Minimum Riskli	Temerrüt Yok	$P(D/ND) \leq 5\%$
B	Çok Düşük Riskli	Temerrüt Yok	$5\% < P(D/ND) \leq 15\%$
C	Düşük Riskli	Temerrüt Yok	$15\% < P(D/ND) \leq 30\%$
D	Orta Riskli	Temerrüt Yok	$P(D/ND) > 30\%$
E	Yüksek Riskli	Temerrüt Var	$P(D/D) < 100\%$
F	Çok Yüksek Riskli	Temerrüt Var	$P(D/D) = 100\%$

* $P(D/ND)$ =Bir dönem önce temerrüde düşmeyen kuruluşun temerrüde düşme olasılığı

** $P(D/D)$ =Bir dönem önce temerrüde düşen kuruluşun temerrüde düşme olasılığı

Hazine geri ödeme garantili dış borç stoku 2012 yılsonu itibari ile 9,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 33). Son yıllarda Hazine garantili kredi stokunda yaşanan artışlar özellikle kamu bankaları ve özel sektör

finansal kuruluşların garantili kredilerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Söz konusu garantili krediler özellikle Kobilerin Finansmanı ve Özel Sektör Yenilenebilir Enerji ve Enerji Verimliliği projelerinden oluşmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 32).

Hazine geri ödeme garantili dış kredi stokunun yıllar itibariyle borçlu dağılımına bakıldığında aşağıda yer alan Tablo 12’den de görüleceği üzere, ağırlık mahalli idareler ile kamu sermayeli kuruluşlarından kamu ve özel kesim finansal kuruluşlarına doğru kaymaktadır.

Tablo 12: Garantili Dış Borç Stokunun Borçlu Dağılımı (Milyon Dolar)

Borçlu Kurum	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mahalli İdareler	832	774	818	1.079	1.189	1.280	1.197
Fonlar	318	248	187	138	91	47	21
Kamu Bankaları	222	195	320	583	1.218	1.835	2.067
Kamu Sermayeli Kuruluşlar	1.887	1.180	1.242	1.242	1.280	1.187	1.162
Özel Kesim Finansal Kuruluşları	960	1.373	1.894	2.373	2.653	3.014	3.842
Diğer	162	532	410	297	187	95	38
TOPLAM	4.381	4.302	4.871	5.712	6.618	7.458	8.327

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 20.

Hazine garantili dış borç stokunun döviz yapısına bakıldığında; 2012 yıl sonu itibari ile 5,6 milyar dolarlık miktarı ve yüzde 58’lik oranı ile Avronun en önemli döviz cinsi olduğu görülmektedir. Amerikan Doları ise yüzde 42’lik ağırlığı ile ikinci döviz cinsi olarak gelmektedir. Diğer yandan, garantili dış borç stokunun faiz yapısına bakıldığında değişken faizli dış borç stokunun yıllar itibariyle ağırlığının artmış olduğu ve 2012 yılsonu itibariyle toplam stok içerisindeki ağırlığının hemen hemen yüzde 80’lere ulaştığı görülmektedir. Bu durum, garantili dış borç stokunun uluslararası şoklara olan hassasiyetinin arttığını göstermesi bakımından önemlidir. Hazine garantili dış borç stokunun faiz yapısı Tablo 13’te gösterilmektedir.

Tablo 13: Garantili Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)

Faiz Tipi	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sabit	34	28	24	24	23	21	19	20
Değişken	65	70	72	71	73	75	78	78
Karma	2	2	4	5	4	3	2	2
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 18; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 18.

Garantili kredilere Hazineye getirdiği mali yük açısından bakıldığında Hazine garantili krediler kapsamında yapılan üstlenimler, 2011 yılında yüzde 6,9 seviyesinde iken 2012 yılında yüzde 5,7 seviyesine gerilemiştir. Bu gerilemede en önemli sebep mahalli idareler ile kamu sermayeli kuruluşların stoklarının azalmasıdır (Hazine Müsteşarlığı, 2012b).

Tablo 14: 2012 Yılı Hazine Garantili Kredi Geri Ödemeleri

(Milyon ABD Doları)	Hazinece Ödenen	Kuruluşça Ödenen	Üstlenim Oranı (%)
Mahalli İdareler	74	146	33,6
Fonlar	0	15	0,0
Kamu Bankaları	0	93	0,0
Kamu Sermayeli Kuruluşlar	0	307	0,0
Özel Kesim Finansal Kuruluşları	0	601	0,0
Diğer	0	45	0,0
TOPLAM	74	1.205	5,7

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 33.

Tablo 15’de; 2006 – 2013 döneminde üstlenim oranının gelişimi verilmiştir. Üstlenim oranı; 2010 yılına kadar dalgalı bir seyir izlerken, bu yıldan itibaren yüzde 10 seviyesinin altına inerek sürekli bir azalma eğilimine girmiştir. Söz konusu azalış, kredi riski yönetiminde önemli kazanımlar elde edildiğinin önemli bir göstergesidir. Diğer taraftan, son yıllarda kamu sermayeli kuruluşlar için üstlenilen garantili kredilerde önemli bir azalma görülmektedir. Bu durum, bir yandan bu kuruluşlarda etkin finansal yönetim uygulamalarının geliştiğini gösterirken diğer yandan ise kamu yatırım harcamalarını gerçekleştiren söz konusu kuruluşlara daha rahat garantili kredi sağlanmasına imkân verecektir.

Tablo 15: Üstlenim Oranının 2006-2013 Yılları Arasındaki Gelişimi

Borçlu Kurum	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Mahalli İdareler	58,2	45,5	37,2	31,4	32,9	34,1	33,6	0,4
Fonlar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kamu Finansal Kuruluşları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kamu Sermayeli Kuruluşlar	22,2	46,2	33,2	56,5	3,2	0,6	0,0	0,0
Özel Kesim Finansal Kuruluşları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOPLAM	19,6	24,7	16,4	22,1	8,2	6,9	5,7	4,5

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 33; Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 20; Hazine Müsteşarlığı, 2014, 20.

Kredi riskine gizli koşullu yükümlülükler açısından bakıldığında Türkiye brüt dış borç stoku ile net dış borç stokunun yıllar itibariyle gerek mutlak olarak gerekse de milli gelire oran olarak artması bir olumsuzluk olarak değerlendirilebilir. Aşağıda yer alan tabloda söz konusu oranlar gösterilmektedir. Tablo 16'dan da görüleceği üzere özel sektör kuruluşlarının dış borçlarını da içeren Türkiye net dış borç stokunun milli gelire oranı yıllar itibariyle artmaktadır.

Tablo 16: Türkiye Net Dış Borç Stoku

Milyon ABD Doları	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Türkiye Brüt Dış Borç Stoku	208.402	250.409	281.226	269.355	292.009	305.153
TCMB Dış Borç Stoku (-)	15.678	15.801	14.066	13.305	11.827	9.707
Bankacılık Kesimi Dış Borç Stoku (-)	44.328	49.891	57.442	54.240	81.151	90.225
Bankacılık Sektörü Hariç Dış Borç Stoku	148.397	184.717	209.718	201.809	199.031	205.221
Parasal Sektör Net Dış Varlıkları	39.411	50.014	57.241	54.723	26.041	21.676
Türkiye Net Dış Borç Stoku	108.985	134.702	152.477	147.087	172.991	183.544
Türkiye Net Dış Borç Stoku / GSYİH (%)	20,7	20,8	20,5	23,9	23,6	23,7

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 17.

Kredi riski bölümünü bitirmeden önce Hazine için bir diğer kredi riski unsuru olabilecek uygulamaya değinmekte fayda vardır. 2009 yılında dünya ekonomilerini etkisi altına alan küresel krizin Türkiye ekonomisine olan etkilerini azaltmak amacıyla KOBİ'lerin kriz nedeniyle oluşan finansman sıkıntısının giderilmesini teminen kredi garanti kurumlarına Hazine desteği uygulaması başlatılmıştır. Bu kapsamda, Hazine Müsteşarlığı ile Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF) arasında bir protokol imzalanmıştır. Kredi Garanti Fonu A.Ş. bankalardan kredi almakta zorlanan KOBİ'lere kredi almaları hususunda belli bir komisyon karşılığı garanti vermek ve bu kuruluşların kredi almasını kolaylaştırmak amacıyla 1991 yılında kurulmuş ve bu alanda faaliyet gösteren ilk garanti kurumudur (Hazine Müsteşarlığı, 2012b).

Hazine destekli garanti sisteminin süresi 14 Temmuz 2013 tarihidir. Ayrıca, sağlanacak kefalet oranı yüzde 75, sağlanacak KOBİ kredilerinin vadesi ise 8 yıldır. Hazine desteği kapsamında 2010 yılında 234,2 milyon TL kredi hacmi; 2011 yılında

ise 683,4 milyon TL kredi hacmi yaratılmıştır. Söz konusu kredilere 2010 yılında 150,6 milyon TL; 2011 yılında ise 445,4 milyon TL KGF tarafından kefalet sağlanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 44).

2011 yılı sonunda Hazine destekli sistem kapsamında, temerrüde düşen krediler için ödenen kefalet tutarının toplam sağlanan kefalet tutarına oranı yüzde 0,4 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, işletme hesabı gelirlerinin söz konusu temerrüde düşen kredilere konu ödemelerin yapılmasında yeterli olduğu ve bu çerçevede Hazine tarafından herhangi bir ödeme yapılmadığı görülmektedir. KGF'nin 2011 yılı sonu itibarıyla Hazine için önemli düzeyde bir kredi riski oluşturmadığı görülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 44).

2006 yılı Aralık ayından itibaren, Hazine Müsteşarlığı'nda operasyonel risklerin yönetimi çalışmalarına başlanmıştır. Söz konusu çalışmalarda OECD ile Avrupa Birliği'nin ortak bir girişimi olan SIGMA'dan da teknik destek alınmaktadır. Böylece, borç yönetiminde operasyonel anlamda iş kalitesinin artırılması, iş ve işlemlerde ortaya çıkacak hataların minimum düzeye indirilmesi hedeflenmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 45).

Operasyonel risk yönetiminde teknik altyapıyı geliştirmek için internet tabanlı "Operasyonel Risk Yönetimi Bilgi Sistemi" kullanıma açılmıştır. Bu sayede, excel ortamında tutulan veriler merkezi bir sisteme aktarılmış ve ilgili raporlamaların etkin bir şekilde oluşturulması sağlanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2011).

3.2.2.8. Devlet Borçlanma Piyasalarının Gelişimi

Hazine tarafından yürütülen borçlanma stratejilerinin önemli unsurlarından biri de birincil ve ikincil borçlanma piyasalarının geliştirilmesidir. Bu kapsamda, uygulanmakta olan Piyasa Yapıcılığı sisteminin yanı sıra enflasyona endeksli senet ihracı, ölçüt senet uygulaması gibi politikalar kullanılmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2008a, 61).

Hazine tarafından yurtiçi piyasalarda ihraç edilen her türlü borçlanma senedine Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) adı verilmektedir. DİBS'ler vadelerine, ihraç yöntemlerine, ihraç edildikleri para birimi cinsine, faiz ödeme türlerine, kuponlu olup olmadıklarına ve ihraç amacına göre sınıflandırılmaktadır. Hazine, Devlet İç Borçlanma Senetlerini vadelerine göre Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu olarak ihraç

etmektedir. 4749 sayılı Kanun'un 3'üncü maddesinde devlet tahvilleri; ihraç edildikleri tarih itibarıyla bir yıl ve daha uzun vadeli iç borçlanma senetleri olarak tanımlanmıştır. Aynı maddede hazine bonusu; ihraç edildikleri tarih itibarıyla vadeleri bir yıldan kısa olan iç borçlanma senetleri olarak tanımlanmıştır (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8282-2).

İhraç para birimi cinsine göre döviz ve TL üzerinden senet ihraçları yapılabilmekte, döviz üzerinden ihracı gerçekleştirilen senetler ise ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli olarak ihraç edilmektedir. Döviz cinsi ve dövize endeksli senetler arasındaki fark, döviz cinsinden senetlerin borçlanma ve ödemelerine ilişkin işlemlerin dövizle yapılırken dövize endeksli senetlerin borçlanma ve ödemelerinin belirlenen kur üzerinden hesaplanan YTL üzerinden yapılmasıdır. Kuponsuz senetler iskontolu senetler olarak adlandırılmaktadırlar. Söz konusu senetlerin faiz ödemesi anapara ile birlikte vade sonunda yapılmaktadır. Senetlerin satış fiyatları ile her bir senedin vade sonunda ulaşacağı nominal tutar arasındaki fark yatırımcının elde edeceği faiz kazancıdır. 2012 yılı Finansman Programı'na göre Hazine Müsteşarlığı tarafından mevcut durumda kuponsuz senetler piyasa koşullarına bağlı olarak ihraç edilmektedir. Kuponlu senetler ise, itfa olana kadar senedi elinde bulunduran yatırımcısına belirli dönemlerde nakit akımı sağlayan senetler olarak ifade edilirler. Kuponsuz senetler, iskonto esasına göre satışa sunulurken, kuponlu senetler üzerinde yazılı nominal değer üzerinden iskontolu veya primli olarak satılabilmektedir.

Devlet iç borçlanma senetleri faiz tipine göre sınıflandırıldığında; Hazine Müsteşarlığı tarafından nominal ya da endeksli senetler ihraç edilmekte olduğu görülmektedir. İskontolu senetler sabit getirili nominal senetlerdir. Kuponlu senetler ise sabit faizli nominal veya değişken faizli olarak ihraç edilebilmektedir. Sabit faiz ödemeli senetler için kupon ödeme dönemlerinde veya vade sonlarında ödenecek faiz miktarları, senetlerin ihraç gününde belliyken, değişken faiz ödemeli senetlerde ilgili büyüklükleri “bir değere endekslemek” söz konusudur. Sabit faizli kuponlu senetler Müsteşarlıkça; 2 yıl vadeli- 6 ayda bir kupon ödemeli, 5 yıl vadeli – 6 ayda bir kupon ödemeli ve 10 yıl vadeli – 6 ayda bir kupon ödemeli olarak ihraç edilmektedirler. 2012 yılı iç borçlanma stratejisine göre 2 yıl vadeli senetlerin ölçüt senet olarak her ay düzenli olarak ihraç edilmesi planlanmaktadır. 5 yıl ve 10 yıl vadeli sabit faizli kuponlu senetlerin ise itfanın görece yüksek olduğu aylarda ihracı öngörülmektedir.

Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen endeksli senetler; kupon vade başlangıç tarihinden önceki altı ay içinde gerçekleştirilen TL cinsi kuponsuz DİBS ihalelerinde oluşan ağırlıklı ortalama faizlere, tüketici fiyatlarına ve Kamu İktisadi Teşebbüsü niteliğindeki kuruluşların bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmektedirler. Tüketici fiyatlarına endeksli iç borçlanma senetleri ilk olarak 2007 yılında 5 yıl olarak ihraç edilmiştir. 2010 yılı Nisan ayından itibaren ise 5 ve 10 yıl vadeli, 6 ayda bir kupon ödemeli olarak ihraç edilmektedirler. Gelire endeksli senetler ise 2009 yılında, yatırımcı tabanını genişletmek ve aynı zamanda finansman araçlarını çeşitlendirmek amacıyla ihraç edilmektedir. Bu tür senetler, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, Devlet Malzeme Ofisi, Devlet Hava Meydanları İşletmeleri ve kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü'nden bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmektedir. 2012 yılında ilk olarak Şubat ayında ihraç edilmiş ve Hazine'ye 109 milyon TL finansman sağlanmıştır. TL Cinsi GES'ler her bir kupon döneminde asgari gelir payı getiri garantili ve azami gelir payı getiri limitini haizdir.

Devlet İç Borçlanma Senetleri, bütçe açığının finansmanı amacıyla iki türlü ihraç edilmektedir. Bunlardan bir kısmı Hazine hesaplarına nakit girişi sağlarken bir kısmı ise nakit girişi sağlamamaktadır. Hazine tarafından bütçe finansmanı amacıyla ihraç edilen ve yukarıda bahsedilen iç borçlanma senetlerinin büyük çoğunluğu Hazine'ye nakit girişi sağlamaktadır. Hazine tarafından bütçe finansmanı amacıyla ihraç edilen ancak Hazine'ye herhangi bir nakit girişi sağlamayan iç borçlanma senetlerine özel tertip DİBS adı verilmektedir. Bu senetlerin ihracı için ilgili bütçe yılında ödenek ayrılması gerekmektedir. Hazine'nin kamu bankalarına veya kamu sermayeli kuruluşlara görev zararı alacakları karşılığında ihraç ettiği DİBS'ler bu gruba girmektedir. Bütçe finansmanı için belirlenen borçlanma limiti hem nakit girişi sağlayan hem de nakit girişi sağlamayan iç borçlanma senetlerini içermektedir.

Hazine, bütçe finansmanı amacı dışında herhangi bir nakit girişi olmadan, borcun niteliğine göre kuruluşlarla arasında bir borç alacak ilişkisi doğurmak üzere de senet ihraç edebilmektedir. Bu tür borçlanma senetlerine "ikrazen ihraç edilen özel tertip DİBS" adı verilmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi ilgili bütçe yılında ikrazen ihraç edilen bu tür senetler için bir limit bulunmaktadır. Örneğin, Hazine, mahalli idarelerin veya kamu sermayeli kuruluşların sosyal güvenlik kurumlarına ya da kamu bankalarına olan borçlarını üstlenerek karşılığında özel tertip iç borçlanma senetleri vermektedir.

Hazine Müsteşarlığı, borçlanma programı çerçevesinde, finansman ihtiyacını karşılamak üzere ihraç edilecek senedin ihale tarihini, valör tarihini, vade-faiz yapısını ve ihale yöntemini belirleyerek ihaleyi basın duyurusu ile kamuoyuna duyurmaktadır. İç borçlanma ihaleleri genellikle Çarşamba valör tarihi ile Salı günleri yapılmaktadır. İhaleler, tüm tüzel ve gerçek kişilere açıktır. İhalelere tüm bankalar, aracı kurumlar, şirketler, özel finans kuruluşları ve bireysel yatırımcılar katılabilmektedir. Katılımcıların, ihale günü saat 12.00'ye kadar tekliflerini TCMB'ye iletmeleri gerekmektedir. İhaleye katılanlar (Piyasa Yapıcı bankalar hariç) teklif ettikleri tutarın yüzde 1'ini ihaleden önce teminat olarak yatırmak zorundadırlar. Valör günü taahhüt yükümlülüklerini yerine getirmeyen katılımcıların teminatları irat kaydedilmektedir. Ayrıca, söz konusu katılımcılar sonraki ihalelere teklif vermek istediklerinde yüzde 20 teminat yatırmak zorundadırlar. Aynı davranışın gerçekleşmesi halinde ise katılımcılardan yüzde 100 teminat alınmaktadır.

Kamu kuruluşlarına ve Piyasa Yapıcısı olan bankalara ihale öncesinde; ihalede oluşan fiyattan ya da ortalama fiyattan teklif verme yani Rekabetçi Olmayan Teklif (ROT) verme hakkı tanınmıştır. İhale günü saat 10.30'a kadar ROT yolu ile DİBS almak isteyen kamu kurumlarının istedikleri net tutarı TCMB'ye bildirerek yüzde 1 oranında teminat yatırmış olmaları gerekmektedir. İhale günü TCMB'ye gelen tüm teklifler saat 12.00'den sonra yüksek fiyattan düşük fiyata (düşük faizden yüksek faize) göre sıralanır. Ülkemizde enflasyona endekli senetler hariç, ihaleler çoklu fiyat sistemiyle yapılmaktadır. Son üç yılda toplam iç borçlanmanın içerisinde ihraç yöntemlerinin ağırlığı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 17: 2009 -2011 Yılları Arasında İhraç Yöntemlerinin Dağılımı (%)

Yüzde (%)	2009	2010	2011
Toplam Borçlanma	100	100	100
İhale Yöntemi	99,1	99,1	99,2
Doğrudan Satış	0,9	0,9	0,8

Hazine Müsteşarlığı, 2010a, 36; Hazine Müsteşarlığı, 2011, 37; Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 37.

Uluslararası uygulamalara paralel olarak Türkiye'de kamu borçlanma senetlerinin geliştirilmesi amacı çerçevesinde piyasa yapıcılığı sistemi Mayıs 2000 yılından beri uygulanmaktadır. 2000 yılında başlayan birinci dönemde 19 Piyasa Yapıcısı yer almaktayken, mevcut durumda 2012 yılı Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulanmaktadır. 4749 sayılı Kanun uyarınca ülkemizde sadece bankalar Piyasa Yapıcı

olabilmektedirler. Piyasa Yapıcı seçilebilmek için aday olan bankaların, Hazine Müsteşarlığınca belirlenen “Piyasa Yapıcılığı Yeterlilik Kriterleri”ni sağlamaları gerekmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012b, 77).

Piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapıcıya sağlanan belli başlı haklar mevcuttur. Piyasa yapıcısına sağlanan haklar standart piyasa yapıcılığı sözleşmesinin 5’inci maddesinde belirtilmiştir. Bu haklar arasında; “Piyasa Yapıcısı” unvanını kullanmak, ihalelere teminatsız katılabilmek, ihalelerde rekabetçi olmayan teklif verebilmek, ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren ihale sonrası teklif vermek gelmektedir. Piyasa Yapıcıya sağlanan diğer haklar ise para piyasalarında yapılacak nakit işlemlerinin yalnızca Piyasa Yapıcılar ile gerçekleştirilmesi, TAP satışlarından sadece Piyasa Yapıcıların faydalanabilmesi ve geri alım ve değişim ihalelerine sadece Piyasa Yapıcıların katılabilesidir (Hazine Müsteşarlığı, 2010b, 2-3).

Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulamasında birincil ve ikincil piyasaların etkinliğini sağlamak amacıyla Piyasa Yapıcılara bazı yükümlülükler getirilmiştir. Piyasa yapıcıların yükümlülükleri piyasa yapıcılığı standart sözleşmesinin 6’ıncı maddesinde sayılmıştır. Buna göre; Piyasa Yapıcılar her üç aylık dönemde Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS’lerin net tutarının 0,6 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı birincil piyasadan almak ile yükümlüdürler. Piyasa Yapıcıların birincil piyasadan her üç aylık DİBS alım yükümlülüğünün yanında her ay belirli tutarda alım yükümlülükleri de bulunmaktadır. Buna göre, Piyasa Yapıcılar aylık asgari olarak Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS’lerin net tutarının 0,36 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı yine birincil piyasadan almakla yükümlüdür. Piyasa Yapıcıların asgari alım yükümlülüğü hesaplanırken, Müsteşarlığın ilan ettiği borçlanma programındaki ihale yolu ile borçlanma hedefi tutarı ile aynı dönem için ihale yolu ile borçlanmanın gerçekleşme tutarlarından düşük olanı dikkate alınır. Söz konusu tutarın hesaplanmasında ihale sonrası teklif yoluyla hesaplanan satışlar dikkate alınmazken, Piyasa Yapıcılara rekabetçi olmayan teklif yoluyla yapılan satışlar hesaplama dâhil edilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2010b, 3-4).

Piyasa Yapıcının herhangi bir ayda aylık alım yükümlülüğünden fazla almış olduğu tutar bir sonraki ay yükümlülüklerinden mahsup edilebilmektedir. Piyasa Yapıcıların alım yükümlülükleri, ihraç edilen senedin vadesi 3 yıla (3 yıl dahil) kadar ise 1

Katsayısı ile ağırlıklandırılarak hesaplanır. İhraç edilen senedin vadesi 3 yıldan 5 yıla kadar (5 yıl dâhil) ise 1,2; 5 yıldan 10 yıla kadar ise 1,4; 10 yıl ve üzeri ise 1,6 katsayısı ile ağırlıklandırılarak Piyasa Yapıcının alım yükümlülükleri hesaplanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2010b, 4).

İkincil piyasada likiditenin sağlanması amacıyla Piyasa Yapıcıya belirli bazı yükümlülükler de verilmiştir. Mesela, Piyasa Yapıcılar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasasında, söz konusu piyasanın işleyiş kuralları çerçevesinde tüm ölçüt ihraçlar için asgari 3 ay süreyle alım-satım kotasyonu vermekle yükümlüdürler. Alım-satım kotasyonları, İMKB Tahvil ve Bono Piyasasının açık olduğu her gün 9.45-12.00, 13.15-16.00 saatleri arasında verilmektedir. Kotasyonların asgari miktarı 5 milyon TL'dir. Kotasyonlar, kuponlu DİBS'ler için fiyat üzerinden verilirken, iskontolu DİBS'ler için yıllık basit faiz üzerinden verilmektedir. Kuponlu DİBS'lerde kotasyonlar arası açıklık azami 50 Kuruş iken; iskontolu senetlerde ise denk geldiği faiz aralığına göre aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir. Tablo 18'de alım-satım kotasyonlarına ilişkin bilgiler verilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2010b, 4).

Tablo 18: Alım-Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık

Faiz Aralığı	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık
%0,99 ve altı	0,13
%10,00 - %19,99	0,25
%20,00 ve üzeri	0,50

Hazine Müsteşarlığı, 2010b, 4.

3.3. Varlık Yönetimi Fonksiyonu

Bu bölümde Hazinenin modern işlemlerinden varlık yönetimi fonksiyonu iki kısma ayrılarak anlatılacaktır. Bunlardan birincisi alacak yönetimi, diğeri de kamu sermayeli kuruluşlardaki Hazine payının yönetimidir.

3.3.1. Alacak Yönetimi

3.3.1.1. Hazine Açısından Alacak Doğuran İşlemler

Hazine açısından alacak doğuran işlemler, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un "Tanımlar" başlıklı 3'üncü

maddesinde sayılmıştır. Buna göre Hazine açısından alacak doğuran işlemler özetle (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002);

- Genel bütçeli kamu kurumları dışındaki kurum ve kuruluşların herhangi bir dış finansman kaynağından sağladıkları finansman imkânları için Hazine tarafından verilen geri ödeme garantili kredilerin Hazinece yapılan üstlenimlerden,
- Hazine tarafından verilen yatırım garantileri kapsamında yapılan üstlenimlerden,
- Hazine tarafından kurumlara ikrazen ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinden,
- Hazine tarafından yurt dışından sağlanarak genel bütçe dışındaki ilgili kuruluşlara ikrazen verilen kredilerden,
- İlgili mevzuat gereği Hazine tarafından üstlenilen yükümlülüklerden

kaynaklanmaktadır.

Genel bütçeli kamu kurumları dışındaki kurum ve kuruluşlar, bütçe finansmanı ya da yatırım projelerini finanse etmek amacı ile yurt dışındaki kreditorlerden borçlanabilmektedirler. Söz konusu kurum ve kuruluşlar, bu borçlanmalarını uygun koşullarda yapabilmek için Hazinenin garantisini istemektedirler. Hazine tarafından garanti verilen kredilerin, lehtarı olan uygulayıcı kuruluş tarafından ödenmemesi halinde Hazine borcu üstlenmekte ve kredinin taksitini ya da tamamını kreditöre ödemektedir. Hazine tarafından yapılan ödeme sonrasında Hazine ile kredi lehtarı ilgili kuruluş arasında bir borç-alacak ilişkisi doğmaktadır.

Yatırım garantileri, Hazine tarafından yap-işlet-devret, yap-işlet, işletme hakkı devri ve benzeri finansman modelleri kapsamında verilen garantilerdir. Yatırım garantileri ile Hazine söz konusu yatırım projesi kapsamında minimum fiyat ve satış garantisi vermektedir. Garanti verilen fiyat ve satışın altına düşüldüğünde ise Hazine aradaki farkı üstlenmekte ve yatırımcıya ödemektedir. Örneğin, İzmit Su Projesi olarak bilinen proje; İzmit Körfezinin kuzeyinde ve güneyinde yer alan yerleşim birimlerinin 2020 yılına kadar ki içme, kullanma ve endüstri suyu ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla uygulamaya konulmuştur. Buna göre, proje sonucu inşa edilecek Yuvacık Barajı sayesinde ticari işletme tarihinden itibaren İzmit Büyükşehir

Belediyesi (İBB)'ne her yıl 143 milyon metre küp su temin edilecektir. Hazine Müsteşarlığı söz konusu proje için Türkiye Cumhuriyeti adına projeyi yürüten şirkete, İBB tarafından ödenmesi gereken su bedelinin tam olarak ödenmesi garantisini vermiştir. Proje uygulaması sürecinde İBB, 1999 ve 2000 yıllarında proje uygulayıcısı şirkete taahhüt ettiği miktarı ödeyememiş ve Hazine söz konusu garanti kapsamında 1999 ve 2000 yıllarında projeyi işleten şirkete 480 milyon dolar ödeme gerçekleştirmiştir. Bu işlemle, Hazine ile İBB arasında bir borç ve alacak ilişkisi doğmuştur (Sayıştay Başkanlığı, 2001, 66). 2010 ile 2012 yılları arasında garantili kredi üstlenimlerinden doğan alacaklara ilişkin bilgiler Tablo 19'da yer almaktadır.

Tablo 19: Üstlenilen Hazine Garantili Krediler (Milyon ABD Doları)

Borçlu Kuruluş	2010	2011	2012
GARANTİLİ DIŞ BORÇ	62.291,29	47.141,68	40.752,59
MAHALLİ İDARELER	56.695,97	46.522,10	40.752,59
ORGANİZASYONLAR	4.294,07	0,00	0,00
KİTLER	1.301,25	619,58	0,00
YİD ÜRÜN SATIŞ GARANTİLERİ	77.988,63	76.545,55	76.999,66
TOPLAM	140.279,92	123.687,23	117.752,26

Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

Tablodan da anlaşılabacağı üzere yatırım garantileri kapsamında üstlenilen tutarlar sonucunda doğan alacaklar önemli tutarlara ulaşmıştır. 2012 yılı itibarıyla ürün satış garantilerinden kaynaklanan hazine alacağının, toplam garantili kredi üstlenimlerinden kaynaklanan alacaklar içerisindeki ağırlığının yüzde 65 olduğu görülmektedir. Garantili dış borçlardan kaynaklanan alacaklar ise tutar olarak azalmaktadır. Bu durumun en önemli nedeni kamu sermayeli kuruluşların Hazineye olan borçlarındaki azalmadır. Mahalli idarelerin Hazineye olan borçlarında tutar olarak azalma görülse de söz konusu borçlar ağırlık olarak yüksek seviyelerini korumaktadır.

Hazine Müsteşarlığı tarafından genel bütçe dışındaki kuruluşlara ikrazen devlet iç borçlanma senetleri verilmektedir. Buna göre Hazine, senet verilecek kuruluşların borçlarını üstlenmekte ve karşılığında söz konusu kuruluşlara senet vermektedir. Kuruluş ise Hazine kâğıtlarını üçüncü şahıslara vererek vadesi geldiğinde Hazine tarafından ödenecek senet sayesinde borçlu olduğu üçüncü şahıslara borcunu ödemiş olacaktır. Böylece Hazine ile senet verilen kuruluşlar arasında bir borç-alacak ilişkisi doğmaktadır. Örneğin; Hazine, kamu sermayeli kuruluşların ya da bütçe dışı fonların

bankalara veya sosyal sigortalar kurumlarına olan borçları için borçlu kuruluşlara devlet borçlanma senedi vermekte ve borçlarını üstlenmektedir. Böylece ikraz edilen özel tertip borçlanma senedi karşılığında Hazine hesaplarına herhangi bir fon girmemekte; ancak Hazine ile borcu üstlenilen kuruluş arasında bir borç ve alacak ilişkisi doğmaktadır. Bu duruma, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ile Hazine arasında oluşan borç-alacak ilişkisi de bir başka örnek olarak gösterilebilir. 90'lı yıllarda Türk bankacılık sistemi içindeki bazı bankalar, genel ekonomik sıkıntılar ve krizler nedeniyle faaliyetlerini sürdüremez hale gelmiştir. TMSF'ye devredilen veya tasfiye edilen bu bankaların birikmiş zararları veyükümlülükleri (özellikle mevduat), sigorta primleri ve fon gelirleri ile karşılanamayacak boyutlarda olduğundan, TMSF için gerekli olan ilave kaynağıntamamına yakını Hazine tarafından özel tertip Devlet İç Borçlanma Senetleri verilerek sağlanmıştır. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna sağlanan bu kaynaklardan dolayı Hazine Müsteşarlığı ile TMSF arasında borç-alacak ilişkisi doğmuştur (Sayıştay Başkanlığı, 2008, 64).

Hazine açısından alacak doğuran diğer bir işlem ise Hazine tarafından yurt dışından temin edilen dış finansman imkânlarının genel bütçe dışındaki kuruluşlara ikrazen aktarılmasıdır. Buna göre Hazine yurt dışından uygun koşulla temin ettiği kredileri örneğin yerel yönetimlere, bankalara veya diğer genel bütçe dışı kamu kurum ve kuruluşlarına borç vermektedir. Böylece söz konusu ikraz ile Hazine ile borç verilen kuruluş arasında bir borç ve alacak ilişkisi doğmaktadır. Tablo 20'de ikrazlı kredilere ilişkin bilgiler verilmektedir.

Tablo 20: İkrazlardan Doğan Alacaklar (Bin TL)

BORÇLU KURULUŞ	2010	2011	2012
İKRAZEN DIŞ BORÇ	56.574,97	171.385,18	133.187,32
MERKEZİ YÖNETİM	5.626,79	1.491,44	2.731,45
MAHALLİ İDARELER	14.094,66	22.957,73	10.504,11
KİTLER	36.324,73	146.601,74	119.951,76
İKRAZEN İÇ BORÇ	70.200,00	2.750,00	2.600,00
MERKEZİ YÖNETİM	10.200,00	2.750,00	2.600,00
KİTLER	60.000,00	0,00	0,00
TOPLAM	126.774,97	174.135,18	135.787,32

Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>

İkrazlı kredi ile garantili kredi imkânı arasındaki temel fark; ikrazlı kredide borcu dış finansman kaynağına Hazine ödemekte iken, garantili kredide borcu garanti verilen kuruluşun ödemesidir. Ancak, kredi lehtarını kuruluş borcunu ödeyemez ise söz konusu

borcu Hazine ödemektedir. Bu durumda, ikrazlı kredi çerçevesinde ilgili kurum ve kuruluş ile Hazine arasındaki borç alacak ilişkisi ikraz anlaşmasının imzalandığı zamanda doğarken, garantili kredide borcun Hazine tarafından üstlenilmesi ile doğmaktadır. İkrazlı kredilerde genel olarak Hazine yurt dışından sağladığı dış finansman imkânını aynı şartlar ile devretmektedir. Diğer bir deyişle, Hazine yurt dışından temin ettiği krediyi aynı döviz kuru ve faiz oranı üzerinden devretmektedir. Hazinenin sağladığı dış finansman imkânını farklı şartlar altında devredebilmesi için Bakanlar Kurulunun izni olması gerekmektedir.

Son olarak, çeşitli yerel mevzuatlardan dolayı Hazinece kamu veya özel kurum ve kuruluşların borçları, devlet itibarı ya da sosyal nedenlerle üstlenilmektedir. Örneğin, 15/05/2007 tarihli ve 5661 sayılı Kanun ile tarımsal üreticilerin, Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası Anonim Şirketinden ve Tarım Kredi Kooperatiflerine olan ve aciz vesikasına bağlanmış borçları Hazine Müsteşarlığınca devralınarak ödenmiştir. Bu kapsamda, borçları ödenen çiftçiler ile Hazine Müsteşarlığı arasında bir borç-alacak ilişkisi doğmuştur.

Diğer taraftan, çeşitli ülke ve kuruluşlara Hazinece borç verilebilmektedir. Söz konusu üstlenim ve borç verme gibi nedenlerle Hazine ile ilgili kuruluşlar arasında yine borç ve alacak ilişkisi doğmaktadır. Ayrıca, kamu sermayeli kuruluşların ve merkez bankasının dönem karlarından Hazine hissesine düşen payları, ilgili kamu sermayeli kuruluş tarafından Hazine'ye ödenmesine kadar Hazine alacakları içerisinde değerlendirilmektedir. Söz konusu husus, bir sonraki bölümde anlatılacağı için bu bölümde üzerinde fazlaca durulmayacaktır.

3.3.1.2. Hazine Alacak Yönetimi

4749 sayılı Kanuna göre; Hazine alacaklarının tahsili, takibi ve yönetimi hususlarında Hazine Müsteşarlığından sorumlu Bakan yetkilidir. Bakan söz konusu yetkisini Hazine Müsteşarlığı aracılığı ile kullanmaktadır. Buna göre Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü altında Alacak Yönetimi Dairesi kurulmuştur. Hazine alacaklarının yönetimi kapsamında Hazine Müsteşarlığınca Alacak Yönetimi Bilgi Sistemi kurulmuştur (Sayıştay Başkanlığı, 2006, 43).

Hazine Alacak Yönetimi denilince akla gelen iki önemli fonksiyon, alacakların nasıl takip edileceği ve nasıl tahsil edileceğidir. Bu kapsamda öncelikle hazine

alacaklarının takibine ilişkin mekanizmalar ele alınacak, daha sonra ise tahsiline ilişkin esaslar üzerinde durulacaktır.

Alacaklar genellikle vadesinde ödenmediklerinde takibe alınmaktadır. Buna göre; ikrazlı kredi kapsamında Hazine alacağı, vadesi geldiğinde ilgili kreditöre Hazine tarafından ödenmektedir. İkraz anlaşmasının hükümlerine bağlı olarak kredinin ikraz edildiği kuruluş aynı zamanda ya da daha sonra Hazine'ye ödemede bulunmaktadır. Kredinin ikraz edildiği kuruluş tarafından ikraz anlaşmasında belirtilen zamanda borcun Hazine'ye ödenmemesi durumunda Hazine alacağının vadesi geçmiş olmakta ve alacak takibe alınmaktadır (Yılmaz, Bilgiçoğlu, Şener, 2012, 287-288).

Garantili kredilerde ise daha önceden de bahsedildiği üzere ödeme, Hazine tarafından lehine garanti verilen kuruluş tarafından yapılmaktadır. Garantili imkândan yararlanan kuruluş, borcun vadesi geldiğinde krediyi ödemez ise borç Hazine tarafından üstlenilmekte ve kreditöre ödenmektedir. Diğer taraftan, Hazine ile kredisi Hazinece üstlenilen kuruluş arasında bir devir anlaşması yapılmakta ve Hazine alacağı oluşmaktadır. Borçlu kuruluş, devir anlaşmasında belirlenen vade tarihinde borcunu Hazine'ye ödemediği takdirde borç muaccel olmakta ve takibe alınmaktadır.

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun yürürlüğe girmesinden önce Hazine alacakları özel hukuk konusu olarak görülmekte ve hukuk mahkemelerinin konusuna girmekteydi. Söz konusu durum borçlu kuruluşların Hazine alacağını ödemelerinde gönülsüz ve ihtiyari davranmalarına neden olmaktaydı. Ancak anılan Kanunun yürürlüğe girmesi ile birlikte Hazine alacakları vadesinde ödenmediği takdirde 6183 sayılı Amme Alacaklarının Takip ve Tahsiline İlişkin Kanun kapsamında takip edilmektedir. Bu sayede, Hazine alacağı vergi alacağı gibi imtiyazlı kamu alacağı statüsünde yer almaya başlamıştır(Yılmaz, Bilgiçoğlu, Şener, 2012, 303).

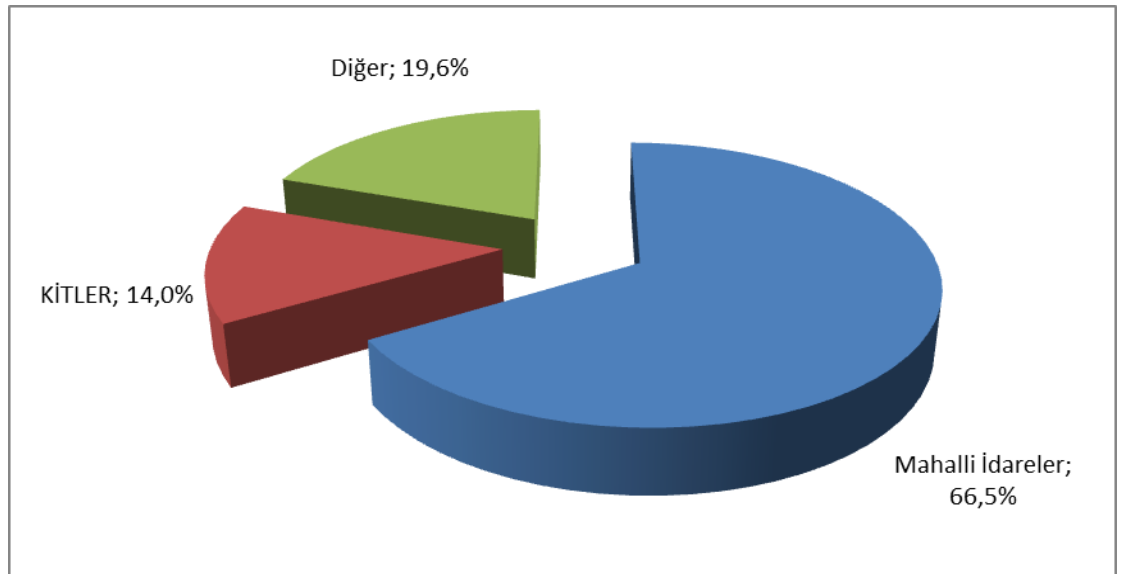
Hazine alacaklarının tahsili kapsamında borçlu kuruluşlar, Hazine'ye borçlarını nakit olarak ya da mahsuben ödemektedir. Borçlu kuruluş tarafından borcun nakden ödenmesi durumunda Hazine hesaplarına fiili nakit akımı olmakta aynı zamanda ilgili kuruluşun varlıklarında bir azalma meydana gelmektedir. Borcun mahsuben ödenmesinde ise Hazine hesaplarına fiili bir nakit girişi olmamaktadır. Bu kapsamda, Hazine alacağının borçlusu kuruluşun Hazine'den bir alacağı var ise borç ve alacak mahsup edilmektedir. Ülkemizde Hazine kamu sermayeli kuruluşların borçlarını, söz

konusu kuruluşların Hazine’den olan görev zararı alacaklarına ya da ödenmemiş sermayelerine mahsup etmektedir. Örneğin, Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş. ile Toprak Mahsulleri Ofisi’nin ikrazlı kredilere ilişkin 2005 yılında Hazine’ye yapacakları anapara ve faiz ödemeleri, Hazine’den olan görev zararı alacaklarına mahsuben silinmiştir (Sayıştay Başkanlığı, 2006, 33).

Diğer yandan, bazı kurum ve kuruluşların Hazine’ye olan borçları çıkarılan çeşitli kanunlar ya da 4749 sayılı Kanun’a eklenen geçici maddeler ile silinebilmektedir.

3.3.1.3. Hazine Alacak Verileri

2012 yılı sonu itibari ile hazine alacak stoku 21,8 milyar TL olarak görülmektedir. Hazine alacak stokunun 7,8 milyar TL’si vadesi geçmiş alacaklardan oluşurken, 14 milyar TL’si ise vadesi gelecek alacaklardan oluşmaktadır. Aşağıda yer alan Şekil 10’ dan da anlaşılacağı üzere alacak stoku içerisinde en yüksek pay yüzde 66,5 ile mahalli idarelere aittir. Mahalli idareleri yüzde 14 ile Kamu Sermayeli Kuruluşlar izlemektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 34).



Şekil 10: Hazine Alacak Stokunun Borçlu Cinsinden Dağılımı

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 34.

Hazine alacak stokunun 2012 yılı itibari ile oransal değerine bakıldığında yüzde 63,9’unu vadesi gelecek Hazine alacakları oluştururken, yüzde 35,8 ‘ini ise vadesi geçmiş alacaklar oluşturmaktadır. 2007 yılı sonundaki vadesi geçmiş alacak

stokunun toplam alacak stoku içerisindeki ağırlığının yüzde 50 civarında olduğu düşünüldüğünde son yıllardaki kredi riski ve alacak yönetimi alanında önemli kazanımlar elde edilmiş olduğu görülmektedir. Tablo 21’de; 2012 yılı Hazine alacak stokuna ilişkin bilgiler verilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 34).

Tablo 21: Hazine Alacak Stoku (Milyon TL)

Kuruluş Adı	Vadesi Geçmiş	Vadesi Gelecek	Toplam
Mahalli İdareler	7.480	7.039	14.519
KİT'ler	304	2.978	3.282
Diğer	80	3.890	3.970
Toplam	7.864	13.907	21.771

Hazine Müsteşarlığı, 2013a, 34.

Vadesi geçmiş Hazine alacak stokunun borçlu cinsinden yıllar itibari ile dağılımı aşağıdaki tabloda görülmektedir. Mahalli idarelerin vadesi geçmiş alacak stoku içerisindeki payında yıllar itibari ile artış olduğu görülmektedir. Vadesi geçmiş alacak stoku içerisinde mahalli idarelerin payının yüzde 90'lara ulaşması, toplam alacak stoku içerisinde de yüksek payı bulunmasından dolayı hem alacak yönetimi hem de kredi yönetimi açısından risk oluşturmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 23; Hazine Müsteşarlığı, 2011, 24; Hazine Müsteşarlığı, 2010a, 24.).

Tablo 22: Vadesi Geçmiş Alacak Stokunun Borçlu Cinsinden Dağılımı (%)

Kuruluş Adı	2008	2009	2010	2011	2012
Mahalli İdareler	81,5%	80,3%	93,8%	91,8%	95,1%
KİT'ler	17,3%	19,1%	5,4%	7,3%	3,9%
Diğer	1,2%	0,6%	0,8%	0,9%	1,0%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 23; Hazine Müsteşarlığı, 2011, 24; Hazine Müsteşarlığı, 2010a, 24.

3.3.2. Kamu Sermaye Paylarının Yönetimi

3.3.2.1. Uluslararası Uygulamalarda Kamu İşletmeleri

Uluslararası uygulamalarda kullanılan ve IMF tarafından yayımlanan kamu mali istatistikleri el kitabında ekonomilerin beş ana sektöre ayrılabilceği belirtilmiştir. Bunlar; mali olmayan şirketler sektörü, mali şirketler sektörü, genel hükümet sektörü, hane halkına hizmet sağlayan kar amacı gütmeyen kuruluşlar sektörü ve hane halkı sektörüdür. Diğer taraftan, söz konusu el kitabında yukarıdaki sektörleri

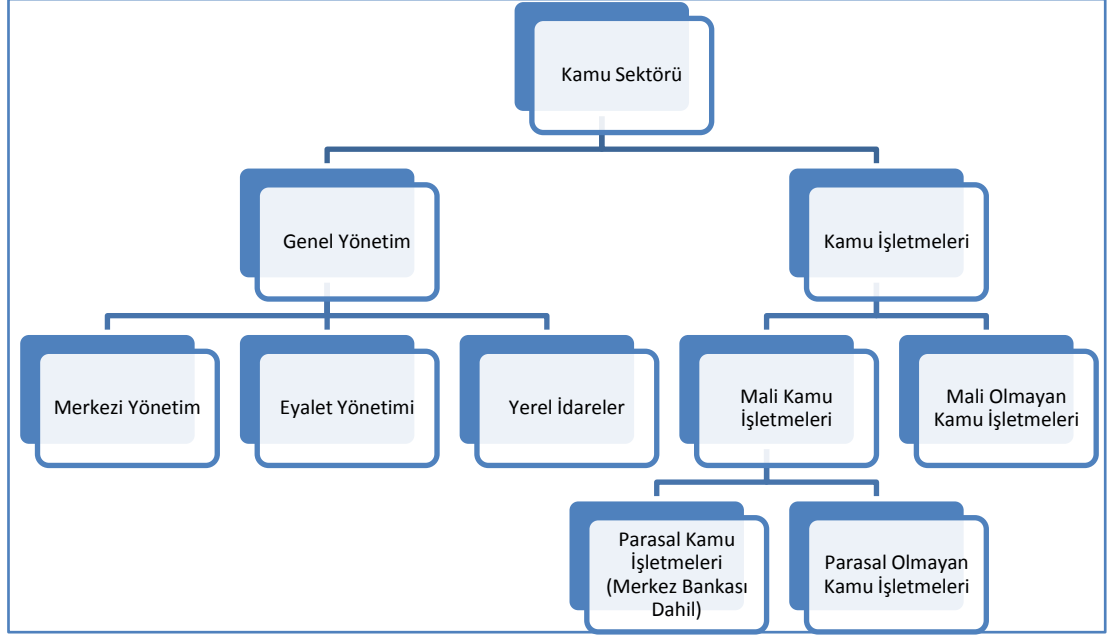
kendi aralarında alt sektörler ayrılabilceği de belirtilmiştir. Örneğin, genel hükümet sektörü, merkezi hükümet ve yerel hükümet olarak; mali şirketler sektörü de kamu mali şirketleri ve özel mali şirketleri alt sektörleri olarak tanımlanabilir (International Monetary Fund, 2001).

Bir ekonomi içerisinde sektörlerin yanında o ekonomide yerleşik kurumsal birimler de bulunmaktadır. Kurumsal birimler; gerçek kişiler ile tüzel ve sosyal kişilerdir. Tüzel ve sosyal kişilikler ise kendi arasında şirketler, yarı şirketler, devlet birimleri ile kar amacı gütmeyen kuruluşlardır. Kurumsal birimlerin en önemli özelliği; kendi hesabına varlık edinebilmesi, yükümlölük altına girebilmesi ve diğer kurumsal birimlerle işlemler yapabilmesidir. Bu kapsamda herhangi bir anonim şirket, kurumsal bir birimdir. Çünkü kendi adına varlık edinebilir veya bir sözleşme ile yükümlölük altına girerek hukuksal anlamda davalı ya da davacı olabilir. Ancak; merkezi hükümet altındaki her bir harcamacı bakanlık, kurumsal birim değildir. Çünkü bakanlıkların kendi adlarına mal edinmeleri veya borç altına girmeleri mümkün değildir. Bu yüzden tüm bakanlıklar tek bir devlet tüzel kişiliği altında temsil edilirler ve çoğu ülkede devlet tüzel kişiliğinin temsilcisi hazinedir. Bu çerçevede, devlet adına edinilen mal ve varlıklar tapuda hazine adına tescil edilirler (Eğilmez, 2009).

Yukarıdaki paragraflarda yapılan tanımlar kapsamında hane halkı sektörü, o ülkede yerleşik olan gerçek kişilerden oluşmaktadır. Finansal olmayan şirketler sektörü, ilgili ülkede yerleşik olan ve piyasa için mal ve finansal olmayan hizmet üreten özel hukuk tüzel kişileri ile kamu işletmelerinden oluşmakta iken; finansal şirketler sektörü ise kar amaçlı finansal hizmet sağlayan özel hukuk tüzel kişileri ile kamu mali işletmelerinden oluşmaktadır. Hane halkına hizmet sağlayan kar amacı gütmeyen kuruluşlar sektörü; piyasa dışı mal ve hizmet üreten ve yönetimi ile denetimi hükümet kuruluşları tarafından sağlanmayan kuruluşlardan oluşmaktadır. Genel hükümet sektörü, bakanlıklar ve yerel yönetimler gibi hükümet kuruluşları ile yönetimi ve/veya denetimi hükümet kuruluşlarına ait olan ve kar amacı gütmeyen kuruluşlardan oluşmaktadır. Yine hükümet kuruluşlarının özel bir çeşidi olan ve hükümetin diğer fonksiyonlarından ayrılabilen ve kendi adına mal edinebilen ve yükümlölük altına girebilen sosyal güvenlik fonları da genel hükümet sektörü içerisine girmektedir (International Monetary Fund, 2001).

Kamu Mali İstatistiklerine göre kamu sektörü ikiye ayrılmaktadır. Birincisi genel hükümet sektörü, ikincisi ise kamu işletmeleri sektörüdür. Genel hükümet sektörü; merkezi yönetim, eyalet yönetimi, yerel yönetimler ile sosyal güvenlik fonlarıdır. Yukarıda da bahsedildiği gibi genel hükümet sektörü; yalnızca hükümet kuruluşlarından oluşmamakta, idaresi ve denetimi hükümet kuruluşlarına ait olan ve kar amacı gütmeyen kuruluşları da kapsamaktadır. Kar amacı gütmeyen kuruluşların genel hükümet sektörü altında düşünülmesinin en önemli sebebi; bu kuruluşların plan ve programlarının hükümet kuruluşları tarafından belirlenmesi, yöneticilerinin büyük bir çoğunluğunun hükümet kuruluşlarınca atanması ve finansmanının önemli bir kısmının hükümet kuruluşları tarafından yapılmasıdır. Yine söz konusu kar amacı gütmeyen kuruluşlar hükümet politikalarının uygulayıcısı konumunda olabilirler (International Monetary Fund, 2001).

Uluslararası uygulamalarda kamu işletmeleri, genel hükümet sektörü içerisine dâhil edilmezken; söz konusu işletmeler, ürettiği mal ve hizmetlerin yapısına göre finansal şirketler veya finansal olmayan şirketler sektörlerinden birisine dâhil olmaktadır. Bu çerçevede merkez bankaları, genel hükümet sektörü içerisinde değil finansal şirketler sektörü içerisinde yer almaktadır. Yine kamu sermayeli bankalar da bu kapsamda finansal şirketler sektörü içerisinde yer almaktadır. Kamu sektörünün bu kadar geniş tutulmasının ve kamu işletmelerinin kamu sektörü içerisinde sayılmasının temel sebebi; genel hükümetin kamu işletmeleri vasıtası ile çeşitli kurum ve kuruluşlara piyasa fiyatının altında mal ve hizmet sağlayarak veya piyasa fiyatlarının üzerinde mal veya hizmet satın alarak hükümet politikasını uygulayabilmesidir. Herhangi bir kamu kuruluş ve işletmesinin kamu işletmesi olarak tanımlanabilmesi için ödenmiş sermaye payının en az yüzde ellisinin hükümet birimlerine ait olması ya da yönetimin ve denetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının hükümet birimlerince atanabilir olması gelmektedir. Bu kapsamda, herhangi bir işletmenin kamu işletmesi olarak tanımlanabilmesi için sermaye payının merkezi hükümete veya yerel hükümete ait olmasının herhangi bir önemi bulunmamaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2012a).



Şekil 11: IMF Kamu Sektörü Şeması

Hazine Müsteşarlığı, 2012a

3.3.2.2. Ülkemiz Uygulamasında Kamu İşletmeleri

Ülkemiz uygulamasına bakıldığında uluslararası düzenlemelere paralel bir kamu işletmesi tanımı bulunmamaktadır. Temel olarak kamu sermayeli kuruluş ve işletmelerin, diğer adıyla kamu iktisadi teşebbüslerinin tanımı, 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmündeki Kararname (KHK)'nin 2'inci maddesinde yapılmıştır. Söz konusu KHK'ye göre; *Kamu İktisadi Teşebbüsü*; iktisadi devlet teşekkülü ile kamu iktisadi kuruluşunun ortak adıdır. *İktisadi Devlet Teşekkülü*; sermayesinin tamamı devlete ait, iktisadi alanda ticari esaslara göre faaliyet göstermek üzere kurulan, kamu iktisadi teşebbüsüdür. *Kamu İktisadi Kuruluşu*; sermayesinin tamamı Devlete ait olup tekel niteliğindeki mal ve hizmetleri kamu yararı gözeterek üretmek ve pazarlamak üzere kurulan ve gördüğü bu kamu hizmeti dolayısıyla ürettiği mal ve hizmetler imtiyaz sayılan kamu iktisadi teşebbüsüdür (Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 1984, 295-296).

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı üzere kamu iktisadi teşebbüsleri, kamu iktisadi kuruluşları ile iktisadi devlet teşekküllerinin ortak adıdır. Eğer söz konusu teşebbüs iktisadi alanda ticari esaslara göre faaliyet göstermekte ise iktisadi teşekkül; yine iktisadi alanda tekel niteliğinde mal ve hizmet üretmekte ise iktisadi kuruluş olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, gerek teşekküllerin gerekse kuruluşların kendisine

bağlı müessese ve bağlı ortaklıkları bulunmaktadır. Sermayesinin tamamı bir iktisadi devlet teşekkülüne veya kamu iktisadi kuruluşuna ait işletmeler, müessese olarak tanımlanırken; sermayesinin yüzde ellisinden fazlası iktisadi devlet teşekkülüne veya kamu iktisadi kuruluşuna ait olan işletmeler, bağlı ortaklık olarak tanımlanmaktadır. Anlaşılabacağı üzere, müessese ile bağlı ortaklıklar arasındaki temel fark kamu iktisadi teşebbüslerinin pay sahipliği oranıdır. Diğer taraftan, kamu iktisadi teşebbüslerinin veya bağlı ortaklıklarının, sermayelerinin en az yüzde onbeşine, en çok yüzde ellisine sahip bulundukları anonim şirketler bulunmakta ve bu şirketler kamu sermayeli kuruluşların iştirakleri olarak isimlendirilmektedir (Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 1984, 295-296).

Kamu iktisadi teşebbüslerinin tanımına bakıldığında yalnızca sermayesi devlete yani hazineye ait olan işletmeler kamu iktisadi teşebbüsü olarak belirtilmiş ve 233 sayılı KHK kapsamına alınmıştır. Yerel yönetimlere ait olan kuruluşlar ise kamu iktisadi teşebbüsü tanımı dışında tutularak 233 sayılı KHK'nin kapsamına dâhil edilmemiştir. Yine ülkemizde, sermayesi devlete ait olmakla birlikte söz konusu KHK kapsamı dışında tutulan Türk Hava Yolları Anonim Ortaklığı gibi kamu işletmeleri ile sermayesi devlete ait olmayıp yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının kamu kurumları tarafından atandığı (Vakıfbank) kamu işletmeleri de bulunmaktadır. Bu alt bölüm kapsamında incelenecek kamu işletmeleri 233 sayılı KHK kapsamında yer alan kamu iktisadi teşebbüsleridir. Ancak; Hazine Müsteşarlığı bütçesi ile finansal ilişkilerinden dolayı Özelleştirme İdaresi Başkanlığının portföyünde yer alan kamu işletmeleri ile 233 sayılı KHK kapsamında yer almayan kamu sermayeli bankalara ilişkin bilgilere de bu alt bölümde yer verilecektir. Tablo 23'te; 233 sayılı KHK kapsamında yer alan kamu işletmeleri ve bu işletmelerin 31/12/2012 tarihi itibarı ile nominal ve ödenmiş sermaye miktarları görülmektedir.

Tablo 23: Hazine Portföyünde Yer Alan Kamu İşletmeleri

Kamu İşletmesi	İlgili Bakanlık	Hazine Payı	Nominal Sermaye	Ödenmiş Sermaye
BOTAŞ	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	1.830,0	1.830,0
EÜAŞ	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	5.600,0	5.600,0
TEİAŞ	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	5.000,0	5.000,0
TETAŞ	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	179,0	111,6
TKİ	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	1.000,0	800,0
TTK	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	6.220,0	5.652,6
ETİ MADEN	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	200,0	200,0
TPAO	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	3.000,0	1.411,2
TEMSAN	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı	%100	135,0	135,0
DHMI	Ulaştırma Bakanlığı	%100	1.700,0	1.472,0
DMO	Maliye Bakanlığı	%100	130,6	82,9
KEGM	Ulaştırma Bakanlığı	%100	51,1	51,1
MKEK	Milli Savunma Bakanlığı	%100	600,0	420,3
PTT	Ulaştırma Bakanlığı	%100	1.050,0	981,3
TCDD	Ulaştırma Bakanlığı	%100	31.100,0	25.109,2
ÇAYKUR	Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı	%100	915,0	894,4
EBK	Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı	%100	725,0	643,7
TİGEM	Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı	%100	1.300,0	1.082,7
TMO	Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı	%100	2.050,0	2.050,0
KİT TOPLAMI			62.785,7	53.527,9

Hazine Müsteşarlığı, 2013c, 23.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere en fazla kamu iktisadi teşebbüsünün bulunduğu sektör enerji sektörüdür. Toplam 19 adet kamu işletmesinin 9 tanesi enerji sektöründe faaliyette bulunmaktadır. Enerji sektörünü 4'er adet işletme ile ulaştırma ve tarım sektörleri takip etmektedir. Hazine portföyünde yer alan kamu iktisadi teşebbüslerinin nominal sermayelerinin yaklaşık yüzde 88,3'ü ödenmiş bulunmaktadır. Aşağıda Tablo 24'te ise 19 adet kamu iktisadi teşebbüsünün 31.12.2011 tarihi itibarı ile brüt satış miktarları ve dönem karları gösterilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 26).

Tablo 24: Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Mali Göstergeleri

KAMU İŞLETMESİ	İLGİLİ SEKTÖR	BRÜT SATIŞLAR	DÖNEM KARI
BOTAŞ	Enerji	26.611,1	-1.342,5
EÜAŞ	Enerji	10.323,3	1.555,2
TEİAŞ	Enerji	10.052,4	311,2
TETAŞ	Enerji	11.187,0	-463,2
TKİ	Enerji	2.907,0	513,8
TTK	Enerji	326,5	-460,1
ETİ MADEN	Enerji	1.474,6	841,5
TPAO	Enerji	2.588,1	1.792,8
TEMSAN	Enerji	17,8	-26,2
DHİMİ	Ulaştırma	1.945,8	811,1
DMO	Maliye	1.700,1	112,9
KEGM	Ulaştırma	413,0	151,2
MKEK	Savunma	854,5	165,0
PTT	Ulaştırma	1.594,9	174,0
TCDD	Ulaştırma	2.066,0	-733,3
ÇAYKUR	Tarım	1.025,4	-74,6
EBK	Tarım	496,9	-48,9
TİGEM	Tarım	433,0	30,1
TMO	Tarım	2.694,4	44,3
KİT TOPLAMI		78.711,8	3.354,3

Hazine Müsteşarlığı, 2012a.

Yukarıda yer alan tablodan da anlaşılabacağı üzere en çok kar ve brüt satış enerji sektöründe faaliyette bulunan KİT'ler tarafından gerçekleştirilmiştir. Enerji sektörünü ulaştırma sektöründe faaliyette bulunan KİT'ler izlemektedir.

Özelleştirme uygulamaları kapsamında Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararları ile bazı kamu işletmeleri özelleştirme kapsam ve programına alınmaktadır. Özelleştirme plan ve programına alınan kamu işletmelerine ilişkin Hazineye ait olan hisseler Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB)'ye devredilmektedir. Böylece bu kuruluşlarda olan pay sahipliğini ÖİB tarafından temsil edilmektedir. Ancak; söz konusu kuruluşlara ilişkin mali veriler, Hazine tarafından takip edilmekte ve raporlanmaktadır. Türkiye Halk Bankası başta olmak üzere özelleştirme kapsamındaki kuruluşlara Bakanlar Kurulu tarafından faaliyet konuları ile ilgili görevler verilebilmekte ve bu görevler sonucu tahakkuk eden zararlar Hazinece karşılanmaktadır. ÖİB portföyünde bankacılık sektöründen, tarım sektörüne kadar çeşitli sektörlerde faaliyette bulunan kamu işletmeleri bulunmaktadır. Aşağıdaki

tabloda; 31.12.2012 tarihi itibarı ile sermaye payının yarısından fazlası ÖİB’ ye ait olan kamu işletmeleri listelenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a).

Tablo 25: Özelleştirme İdaresi Başkanlığının Portföyü

Kamu İşletmesi (Milyar TL)	ÖİB Payı	Nominal Sermaye	Ödenmiş Sermaye
Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.	%100	7,21	7,20
Ankara Doğal Elektrik Üretim ve Ticaret A.Ş.	%100	0,001	0,001
Sümer Holding A.Ş.	%100	2,80	2,62
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	%100	0,221	0,131
Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.	%100	2,11	2,11
Gayrimenkul A.Ş.	%100	5,00	3,58
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	%51,1	1,25	1,25

Hazine Müsteşarlığı, 2013c, 111.

Diğer yandan, ülkemiz uygulamasında sermayesinin tamamı veya büyük çoğunluğu devlete ait olan kamu sermayeli bankalar 233 sayılı KHK kapsamı dışında tutulmuştur. Ancak, uluslararası uygulamalarda bu tür kuruluşlar, kamu işletmesi olarak adlandırılmaktadırlar. Kamu sermayeli bankalara Bakanlar Kurulu tarafından görevler verilebilmekte ve bu kuruluşların zararları Hazine tarafından karşılanmaktadır. Her ne kadar bu kuruluşlar 233 sayılı KHK kapsamında olmasalar da Hazine Müsteşarlığı bütçesi ile olan ilişkileri dolayısıyla bu bölümde söz konusu kuruluşlara ait bilgilere de yer verilmiştir. Söz konusu kamu sermayeli bankalara ilişkin bilgiler, Tablo 26’da yer almaktadır.

Tablo 26: Kamu Sermayeli Bankalar (Milyon TL)

KAMU İŞLETMESİ	HAZINE PAYI	NOMİNAL SERMAYE	ÖDENMİŞ SERMAYE
T.C. Ziraat Bankası	%100	2.500,0	2.500,0
Tasfiye Halinde T. Emlak Bankası	%100	750,0	749,0
T. Kalkınma Bankası	%99,1	500,0	160,0
EXİMBANK	%100	2.000,0	2.000,0
T.C. Merkez Bankası	%55,1	0,025	0,025
Kamu Sermayeli Bankalar Toplamı		5.750,025	5.750,025

Hazine Müsteşarlığı, 2012a.

Kamu sermayeli bankalardan T.C. Ziraat Bankası, Türkiye Halk Bankası ve Türkiye Emlak Bankası 2000 yılına kadar 233 sayılı KHK’ye tabi birer finansal KİT statüsünde iken, bu tarihte yürürlüğe giren 4603 sayılı Kanun ile anılan KHK

kapsamından çıkarılarak tamamen özel hukuk hükümlerine ve bankacılık kanununa tabi birer anonim şirket olarak yapılandırılmışlardır. Diğer kamu sermayeli bankalardan Kalkınma Bankası, Eximbank ve Merkez Bankası kendi kuruluş kanunlarına göre faaliyette bulunmaktadır. Diğer taraftan, Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararı ile T. Halk Bankası özelleştirme kapsam ve programına alınarak, Hazineye ait hisselerinin tümü Özelleştirme İdaresi Başkanlığına devredilmiştir. Daha sonra ise Banka hisselerinin %24,98'i halka arz edilmiştir.

Hazine'nin 4059 sayılı teşkilat kanununun 2/b maddesine göre; Hazine ile 233 sayılı KHK'ye tabi kamu sermayeli kuruluşlar ve kamu sermayeli bankalar arasındaki ilişki Hazine Müsteşarlığı Kamu Sermayeli Kuruluş ve İşletmeler Genel Müdürlüğü aracılığı ile kurulmaktadır. İlgili genel müdürlük, teşkilat kanununa göre Hazine pay sahipliğinin gerektirdiği her türlü işlemi yapmakla görevlendirilmiştir. Buna göre; Hazine ile kamu sermayeli kuruluşlar ve kamu bankaları arasındaki ilişki, Kamu Sermayeli Kuruluş ve İşletmeler Genel Müdürlüğü aracılığı ile sağlanmaktadır. Yine kamu iktisadi teşebbüsü ya da kamu sermayeli banka statüsüne girmemesine rağmen diğer kamu işletmeleri kapsamında olan veya mahalli idarelere ait olan kamu işletmelerinin mali ve mali olmayan verilerinin toplanmasından ve bu kuruluşların faaliyetlerinin izlenmesinden de söz konusu Genel Müdürlük sorumludur (Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, 1994, 7458-2).

3.3.2.3. Hazine ile Kamu İşletmeleri İlişkisi

Hazine Müsteşarlığı bütçesinden kamu işletmelerine iki türlü ödeme yapılmaktadır. Bunlardan birincisi sermaye transferleri kalemi altında yapılan sermaye ödemeleridir. Buna göre, KİT'lerin ödenmiş sermayeleri iki şekilde artırılmaktadır. Bunlar; merkezi yönetim bütçesinden KİT'lere nakit sermaye transferi yapılması ve Hazine ile KİT arasındaki borç-alacak ilişkileri çerçevesinde KİT'lerin Hazineye olan borçlarının ödenmemiş sermaye alacaklarına mahsup edilmesidir. Bir başka deyişle, KİT'lerin Hazine Müsteşarlığından olan ödenmemiş sermaye alacakları, yılı bütçe kanunlarına konulan ödenekler çerçevesinden akden ödeneceği gibi, söz konusu kuruluşların Hazine Müsteşarlığına olan borçlarına karşılık mahsup edilerek de kapatılabilmektedir. Örneğin, 1999 yılında ilgili yıl bütçe kanunu hükmü kapsamında Makine ve Kimya Endüstrisi Kurumunun Hazineye ödemesi gereken yaklaşık 2,5 kat trilyon liralık temettü borcu, kurumun ödenmemiş sermayesine mahsup edilmiştir.

Böylece Hazine ile söz konusu kurumun borç ve alacakları karşılıklı olarak silinmiştir. (Sayıştay Başkanlığı, 2000, 84).

Hazine Müsteşarlığı bütçesinden kamu işletmelerine yapılan ikinci tür ödeme ise cari transferler kalemi altında yapılan görev zararı ve gelir kaybı ödemeleridir. Görev zararı ödemeleri, 233 sayılı KHK'nin 35'inci maddesine dayanılarak yapılan ödemelerdir. Buna göre; görev zararı ödemeleri iki türlü ortaya çıkmaktadır. Birincisi; kamu iktisadi teşebbüslerinin mal ve hizmet satış fiyatları, zaman zaman Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan kararnamelerle belirlenebilmektedir. Normalde ilgili kamu teşebbüsünün üretmiş olduğu ve kendisince belirlenmesi gereken mal ve hizmet fiyatlarının Bakanlar Kurulu tarafından belirlenmesi ile ilgili teşebbüs nezdinde bir zarar ortaya çıkmaktadır. Çünkü söz konusu fiyatlar genellikle satış fiyatlarının altında kalmaktadır. Bu kapsamda, Bakanlar Kurulu tarafından belirlenmiş fiyat ile kamu teşebbüsünün satış fiyatı arasındaki fark, Hazine tarafından ilgili kamu işletmesine ödenmektedir. (Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 1984, 303-304).

Yukarıdaki paragrafta anlatılan duruma örnek olarak, Hazine tarafından Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş. (TETAŞ)'ye yapılan görev zararı ödemeleri verilebilir. TETAŞ'a, 12.04.2002 tarih ve 2002/4100 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı eki Karar hükümleri gereğince görev zararı ödemesi yapılmaktadır. 2002/4100 Sayılı Karar gereğince, belirlenen elektrik abone grubunda yeralan TETAŞ müşterisi kişi ve kurumlara indirimli tarife uygulanmaktadır. Uygulanan aylık indirimli tarife ile aynı dönemdeki referans tarife arasında oluşan fark, gelir kaybıdır. Gelir kaybı tutarı vebuna ilişkin KDV miktarı, TETAŞ'a ait olduğu yılın veya izleyen yılın bütçesine konulacak ödenekten Hazinece karşılanmıştır (Sayıştay Başkanlığı, 2006, 123).

Hazine Müsteşarlığı bütçesinden kamu işletmelerine görev zararı adı altında ödenen ve 233 sayılı KHK kapsamına giren ikinci bir ödeme türü ise Bakanlar Kurulu tarafından kamu işletmelerine faaliyet konuları ile ilgili verilen görevler neticesinde yapılan ödemelerdir. Bu kapsamda bir ödeme yapılabilmesi için verilen görev neticesinde bir zarar ortaya çıkması ya da kardan mahrum kalınması gerekmektedir. Örneğin, 12.12.2005 tarih ve 2005/9785 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı eki Karar hükümleri gereğince; İran İslam Cumhuriyeti'nin Bam kentinde meydana gelen deprem afeti nedeniyle adı geçen ülkeye gönderilecek yardım malzemelerinin nakliyesinin Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları İşletmesi Genel

Müdürlüğünce yapılması kararlaştırılmıştır. Karar kapsamında söz konusuyardım malzemelerinin taşıma ve ambar masraflarının TCDD'ye görev zararı olarak Hazinece ödenmiştir (Sayıştay Başkanlığı, 2006, 118).

Sermaye transferlerinde olduğu gibi görev zararı ödemelerinde de tahakkuk eden görev zararı iki şekilde karşılanmaktadır. İlgili görev zararı tutarı bütçeye ödenek konularak nakden ödenmekte ya da ilgili yıl bütçe kanunu ve 233 sayılı KHK'nin 36 ve 37'inci madde hükümleri uyarınca KİT'lerin Hazine'ye olan temettü borçlarına veya mevcut diğer borçlarına karşılık mahsup işlemi yapılarak ödenmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 29).

Görev zararı ödemelerinin kamu bankalarına ilişkin kısmı ise gelir kaybı ödemeleri olarak adlandırılmaktadır. T.C. Ziraat Bankası, Türkiye Halk Bankası ve Emlak Bankası; 2000 yılına kadar 233 sayılı KHK'ye tabi birer finansal kamu işletmesi statüsünde faaliyet göstermekteydiler. Bu bankalar, söz konusu yılda çıkarılan 4603 sayılı Kanun ile 233 sayılı KHK kapsamından çıkarılarak tamamıyla Bankalar Kanununa tabi birer anonim şirket olarak yapılandırılmıştır. Gelir kaybı ödemelerine örnek olarak, her yıl yayımlanan Bakanlar Kurulu Kararnameleri uyarınca Ziraat Bankası ve Tarım Kredi Kooperatiflerince tarımsal üreticilere, Halk Bankasıncı esnaf ve sanatkârlara düşük faizli kredi kullandırılması gösterilebilir. Bankalar ve Tarım Kredi Kooperatiflerinin kullandırdıkları düşükfaizli krediler nedeniyle uğradıkları zarar (bankaların cari faiz oranları ile indirimli faizoranları arasındaki fark) ise gelir kaybı olarak Hazinece aylık bazda Bankalara ve TarımKredi Kooperatiflerine ödenmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 30).

Diğer taraftan, KİT'lerden merkezi bütçeye yani Hazine hesaplarına yapılan ödemelere bakıldığında söz konusu ödemelerin büyük çoğunluğunu vergi ve diğer kanuniyükümlülüklerinoluşturmakta olduğu görülmektedir. Vergi ve kanuni yükümlüklerin yanı sıra KİT'lerbütçeye "Temettü Ödemeleri" ve "HasılatPayı Ödemeleri" adı altında iki şekilde ödeme yapmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 30).

Kamu iktisadi teşebbüsleri, 233 sayılı KHK'nin 36 ve 37'nci maddelerine göre yıllık dönem karlarından yedek akçeler, kurumlar vergisi karşılıkları ve varsa geçmiş dönem zararlarını mahsup ettikten sonra kalan tutarı Hazine'ye aktarmaktadır. Söz konusu temettü ödemeleri, KHK'nin 36'ncı maddesi uyarınca nakden ödenebileceği

gibi Hazine'den olan alacaklarına karşı mahsup edilerek de ödenebilmektedir (Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 1984, 304).

Kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından vergi ve diğer yasal yükümlülükler ile temettü ödemeleri dışında kalan ve bütçeye yapılan diğer bir ödeme türü ise hâsılat payı ödemeleridir. Kamu iktisadi teşebbüsleri ile diğer kamu şirketlerinin, 5018 sayılı Kanun'un 78'inci maddesi hükmüne göre gayri safi hâsılatlarının en çok %15'ine kadar bir bedeli genel bütçeye aktarmaları gerekmektedir. Bu kapsamda, anılan ödemeleri yapacak KİT'ler ve ödeme oranları 30.12.2005 tarihli, 2005/9916 sayılı ve 29.12.2006 tarihli, 2006/11442 sayılı Bakanlar Kurulu Kararlarıyla belirlenmiştir. Buna göre söz konusu KİT'ler; DHMİ (%14), DMO (%10'a kadar), KEGM (%10) ve TPAO (%10)'dur (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 31).

3.3.2.4. Hazine ile Eximbank Arasındaki İlişki

Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. (TürkEximbank), 25.03.1987 tarihli ve 3332 sayılı Kanun'un verdiği yetkiye istinaden 21.08.1987 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 87/11914 sayılı BKK ile kurulmuştur. Banka; ihracatçıları, ihracata yönelik üretim yapan imalatçıları ve yurt dışındaki faaliyet gösteren yüklenici ve girişimcileri kısa, orta ve uzun vadeli nakdi ve gayrinakdi kredi, sigorta ve garanti programlarıyla desteklemektedir. Eximbank, ülkemizin resmi ihracat destek kuruluşu olup, kredi, garanti ve sigorta hizmetlerini tek çatı altında vermektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 167).

4749 sayılı Kanun uyarınca; özel önem arz eden ülkelerdeki kuruluşlara düşük faizli veya düşük primli tavizli nakdi ve gayri nakdi resmi destekli ihracat kredisi açılması hususunda Bakanlar Kurulunca Türkiye İhracat Kredi Bankası Anonim Şirketine görev verilebilmekte ve bu kapsamda Eximbank'ın uğrayacağı gelir kayıpları, Hazinece karşılanmaktadır. Ayrıca, Eximbank'ın politik riskler nedeniyle kredi, garanti ve sigorta işlemlerinden doğabilecek zararları Hazinece karşılanmaktadır. Örneğin, 1989 – 1991 yılları arasında Eximbank tarafından Rusya Federasyonu'na iki adet kredi verilmiştir. Söz konusu iki krediden kaynaklanan toplam 371 milyon ABD Doları borç, 1995 yılında imzalanan erteleme anlaşması ile 1995 – 2011 döneminde ödenmek üzere plana bağlanarak yeniden yapılandırılmıştır. Ancak, Rusya'da 1998 yılında patlak veren kriz nedeniyle Rusya moratoryum ilan etmiştir. Bu çerçevede, Eximbank tarafından Rusya Federasyonuna verilen kredi 4749 sayılı

Kanun hükmü gereğince Hazine tarafından üstlenilmiştir. Söz konusu kredi daha sonra Rusya Federasyonu tarafından Hazine'ye geri ödenmiştir (Sayıştay Başkanlığı, 2006, 112).

Yukarıdaki paragrafta anlatılanlardan anlaşılacağı üzere Eximbank'ın gerçekleştirmiş olduğu işlemler, Hazine açısından koşullu yükümlülük olarak görülebilmekte ve kredi riski oluşturabilmektedir. Nitekim Rusya Federasyonuna verilen kredi nedeniyle söz konusu risk gerçekleşmiş ve Eximbank'ın kredi alacağı Hazine tarafından üstlenilerek Banka'ya ödenmiştir. Bu durum Hazine açısından ciddi bir nakit çıkışı gerektirmiştir. Dolayısıyla Eximbank'ın faaliyetlerinin de Hazine tarafından yakından takip edilmesi gerekmektedir.

3.3.2.5. Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Mali Performansları

2006 ile 2012 yılları arasında Hazine Müsteşarlığınca yayımlanan Kamu İşletmeleri Raporlarında yer alan bilgilerden yararlanılarak oluşturulmuş Hazine portföyünde yer alan 19 adet KİT'e ilişkin 2005 – 2011 yılları arasına ait mali göstergelerden bazıları Tablo 27'de gösterilmiştir:

Tablo 27: Hazine Portföyünde Yer Alan İşletmelerin Mali Göstergeleri

SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER (Milyon TL)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gelir Tablosu							
Brüt Satışlar	33.084	42.099	45.211	60.812	62.993	69.970	79.180
Satışların Maliyeti	29.362	38.126	38.602	54.568	49.555	56.447	71.902
Faaliyet Giderleri	1.755	2.037	2.862	2.254	2.700	2.735	3.579
Faaliyet Kar/Zararı	1.749	1.407	2.665	2.580	8.741	9.611	2.746
Finansman Giderleri	421	991	909	2.823	1.191	652	1.363
Dönem Karı/Zararı	1.463	1.233	1.829	664	7.757	9.385	3.359
Bilanço							
Dönen Varlıklar	27.577	36.686	44.180	64.045	68.991	70.611	51.138
Duran Varlıklar	30.971	33.188	38.584	39.548	42.387	43.781	47.409
Aktif Toplamı	58.547	69.875	82.764	103.993	111.379	114.392	98.547
KV Yabancı Kaynaklar	19.115	25.397	30.549	49.714	46.684	42.055	21.484
UV Yabancı Kaynaklar	7.052	8.471	9.389	10.444	11.376	9.720	9.016
Öz Kaynaklar	32.381	36.006	42.825	43.835	53.319	62.611	68.046
Rasyolar							
Cari Oran	1,44	1,44	1,45	1,29	1,48	1,68	2,38
Asit Test Oranı	0,95	0,99	1,05	0,96	1,06	1,20	1,35
Nakit Oranı	0,13	0,10	0,13	0,10	0,11	0,17	0,31
Alacakların Tahsil Süresi (Gün)	170,7	193,8	226,7	254,2	248,70	220	93
Nakit Çevirme Süresi (Gün)	87	88	103	98	103	112	108
Finansal Kaldıraç	0,45	0,48	0,48	0,58	0,52	0,45	0,31
Aktif Getiri Oranı	2,31	2,43	2,46	2,40	6,64	7,16	3,11
Öz Sermaye Getiri Oranı	3,16	2,53	3,14	-0,04	12,76	13,05	3,40
Brüt Satış Karı Oranı	0,11	0,08	0,13	0,08	0,19	0,18	0,09
Faaliyet Karı/Satışlar	0,05	0,03	0,06	0,04	0,14	0,14	0,04

Yukarıdaki tablodan da görülebileceği üzere, Hazine portföyünde yer alan 19 adet KİT'e ilişkin brüt satışları ile satış maliyetleri birbirlerine paralel bir şekilde artmıştır. Ancak, finansman giderleri kalemine bakıldığında 2011 ile 2005 yılları arasında ciddi bir artış görülmektedir. Söz konusu kaleminde özellikle 2008 yılında görülen artış dikkat çekicidir. Bu yılda gerçekleşen artışın en önemli nedeni finansman giderleri kaleminin bir unsuru olan kur farkları kaleminden

kaynaklanmaktadır. Kur farkından kaynaklanan finansman giderleri 2005 – 2008 yılları boyunca sürekli artmış, bu tarihten itibaren ise azalışa geçmiştir. Kur farkları kaleminden kaynaklanan artış ve azalışlar kamu işletmelerinin dönem karına etki etmektedir. Tabloda dikkati çeken diğer bir gösterge ise alacakların tahsil süresi göstergesidir. Alacakların tahsil süresi göstergesi, 2005 ile 2009 yılları arasında sürekli bir şekilde artmış ve 2009 yılında 248,7 gün değeri ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Söz konusu yıllar arasında yaşanan yükselişin en önemli nedeni enerji sektöründe faaliyet gösteren kamu işletmelerinin birbirlerine olan yüksek miktarlı alacak ve borçlarıdır. 2009 yılından itibaren azalışa geçen tahsil oranı 2011 yılı sonunda 93 gün düzeyine inmiştir. 2011 yılında alacakların tahsil süresinin önemli bir şekilde azalmasının en önemli nedeni, 6113 sayılı “Bazı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Bir Kısım Borçve Alacaklarının Düzenlenmesine Dair Kanun” kapsamında yapılan işlemlerdir. Bu işlemler sonucunda; EÜAŞ, TETAŞ ve BOTAŞ’ın kısa vadeli ticari ve diğer alacak ve borçları önemli bir şekilde azalmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 35).

Kamu iktisadi teşebbüslerinin bilanço göstergelerine bakıldığında ise dönem boyunca toplam bilanço büyüklüklerinin artmış olduğu görülmektedir. Ancak, 2011 yılında toplam bilanço büyüklüğü göstergesinde görülen düşüş ise 6113 sayılı Kanun kapsamında alacak ve borçların silinmesi sonucunda dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklarda ortaya çıkan azalıştan kaynaklanmaktadır. Dönem başında duran varlıkların dönen varlıklara göre aktif toplamı içerisinde daha fazla ağırlığı bulunmakta iken ticari alacaklardaki artış nedeniyle dönen varlıkların zamanla aktif toplamı içerisindeki ağırlığının artmış olduğu ve 2010 yılında aktif toplamının yüzde 62’sine ulaştığı görülmektedir. 2011 yılında ise dönen varlıklardaki azalış yine alacaklarda bu tarihte meydana gelen azalış neticesinde aktif toplamın yüzde 52’sine inmiştir. 2006 ile 2012 yılları arasında yayımlanan Kamu İşletmeleri Raporlarında yer alan bilgilerden yararlanılarak oluşturulmuş kamu işletmelerinin aktif yapısına ilişkin rakamlar, Tablo 28’de yer almaktadır.

Tablo 28: Hazine Kamu İşletmelerinin Aktif Yapısı (%)

SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER (%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dönen Varlıklar	47	53	53	62	62	62	52
Hazır Değerler ve Menkul Kıymetler	4	4	5	6	6	7	9
Ticari ve Diğer Alacaklar	31	38	39	45	43	43	28
Stoklar	6	5	5	6	8	7	10
Duran Varlıklar	53	47	47	38	38	38	48
Ticari ve Diğer Alacaklar	3	2	2	2	1	1	2
Mali Duran Varlıklar	2	2	1	1	1	1	1
Maddi Duran Varlıklar	46	41	41	33	34	34	43
Aktif Toplamı	100	100	100	100	100	100	100

Bilanço göstergelerinin kaynak tarafına bakıldığında ise 2005 yılları ile 2008 yılları arasında enerji kitlerinin birbirlerine olan ticari ve diğer borçlarının sürekli artış göstermesinden dolayı bilanço büyüklüğü içerisinde kısa vadeli yabancı kaynaklar lehine bir artış görülmektedir. Söz konusu dönemde öz kaynakların toplam kaynaklar içindeki ağırlığında ise azalış görülmektedir. Ticari ve diğer alacaklarda olduğu gibi 6113 sayılı Kanun kapsamında yapılan düzenlemeler sonucunda ticari ve diğer borçların bilanço içerisindeki ağırlığının azalması sonucunda kısa vadeli yabancı kaynakların 2011 yılında bilanço içerisindeki ağırlığı azalırken öz kaynakların ağırlığı artmıştır. 2006 ile 2012 yılları arasında yayımlanan Kamu İşletmeleri Raporlarında yer alan bilgilerden yararlanılarak oluşturulmuş kamu işletmelerinin pasif yapısına ilişkin rakamlar, Tablo 29’da yer almaktadır.

Tablo 29: Hazine Kamu İşletmelerinin Pasif Yapısı (%)

SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER (%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KV Yabancı Kaynaklar	33	36	37	48	42	37	22
Mali Borçlar	4	5	6	5	3	2	2
Ticari ve Diğer Borçlar	20	23	22	33	31	27	11
Vergi ve Diğer Yükümlülükler	2	2	3	4	3	3	1
UV Yabancı Kaynaklar	12	12	11	10	10	8	9
Mali Borçlar	9	9	8	7	7	6	6
Ticari ve Diğer Borçlar	0	1	1	1	0	0	0
Öz kaynaklar	55	52	52	42	48	55	69
Nominal Sermaye	29	30	38	31	35	43	57
Ödenmiş Sermaye	25	25	30	27	30	36	49
Aktif Toplamı	100	100	100	100	100	100	100

3.3.2.6. Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren Kamu İşletmeleri

Hazine portföyünde yer alan kamu işletmelerinden enerji sektöründe faaliyet gösteren işletmeler arasında; BOTAŞ, EÜAŞ, TEİAŞ, TETAŞ, TKİ, TTK, Eti Maden, TPAO ve TEMSAN gelmektedir. Enerji sektöründe faaliyet gösteren kamu işletmelerinin birbirlerine olan gecikmiş alacak ve borçlarının kamu işletmeleri kümülatif bilançosuna olan önemli etkisinden bir önceki alt bölümde bahsedilmişti. Bu alt bölümde ise söz konusu gecikmiş alacak ve borçlarının nedenleri ile Hazine'ye olan etkisine değinilecektir.

Dünya birincil enerji arzına bakıldığında; 1973 ile 2009 yılları arasında yaklaşık iki kat artarak 12.150 milyon ton eşdeğer petrol (tep) düzeyine ulaşmış olduğu görülmektedir. Söz konusu dönemde petrolün payı azalırken; başta kömür olmak üzere doğal gazın, nükleer enerjinin ve hidrolik dahil yenilenebilir enerji kaynaklarının payı ise artmıştır. 2009 yılı itibariyle; kömürün, doğal gazın ve petrolün birincil enerji arzı içerisindeki payları sırasıyla %27,2, %20,9 ve %32,8 düzeyindedir (Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu, 2012, 1).

Dünya kömür üretimi ile tüketimine bakıldığında; son otuz yılda yaklaşık olarak iki kat artmış olduğu görülmektedir. 2011 yılında dünya kömür üretimi 7.695 milyon ton ve dünya kömür tüketimi ise 3.724 milyon tep olmuştur. Dünya kömür rezervlerine kömür cinsi açısından bakıldığında 861 milyar ton civarındaki işletilebilir kömür rezervlerinin yaklaşık yüzde 47'sini antrasit ve bitümlü kömürün (taş kömürü) oluşturduğu görülmektedir. Bu tür kömürlerin ısı değerleri ve kalitesi daha yüksek

olduğundan “siyah kömür” olarak adlandırılmaktadır. Diğer kömür türleri olan alt bitümlü kömür ile linyit kömürleri ise dünya kömür rezervinin sırasıyla yüzde 30’u ile yüzde 23’ünü oluşturmaktadır. Linyit kömürü ile alt bitümlü kömürler ise daha düşük kaliteli kömürlerdir ve “kahverengi kömür” olarak adlandırılmaktadırlar. Dünya kömür rezervlerine paralel olarak, 2011 yılı dünya kömür üretiminin yüzde 85’ini taş kömürü, geriye kalan % 15’ini ise linyit kömürü oluşturmaktadır (Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu, 2012, 4).

Kömür tüketiminin temel talep kaynaklarına bakıldığında; üretilen kömürlerin yarısından çoğunun elektrik üretimi amacıyla tüketilmekte olduğu görülmektedir. Kömürün diğer kullanım alanları ise ısınma ve sanayi sektörü talebidir. Sanayi sektörü talebinde ise demir-çelik sektörü ile çimento sektörü önde gelmektedir. 2009 yılında dünya toplam elektrik üretiminde %40,5 oranında kömür kullanılmıştır. Elektrik üretiminde kömürü yüksek oranda kullanan çok sayıda ülke bulunmaktadır.

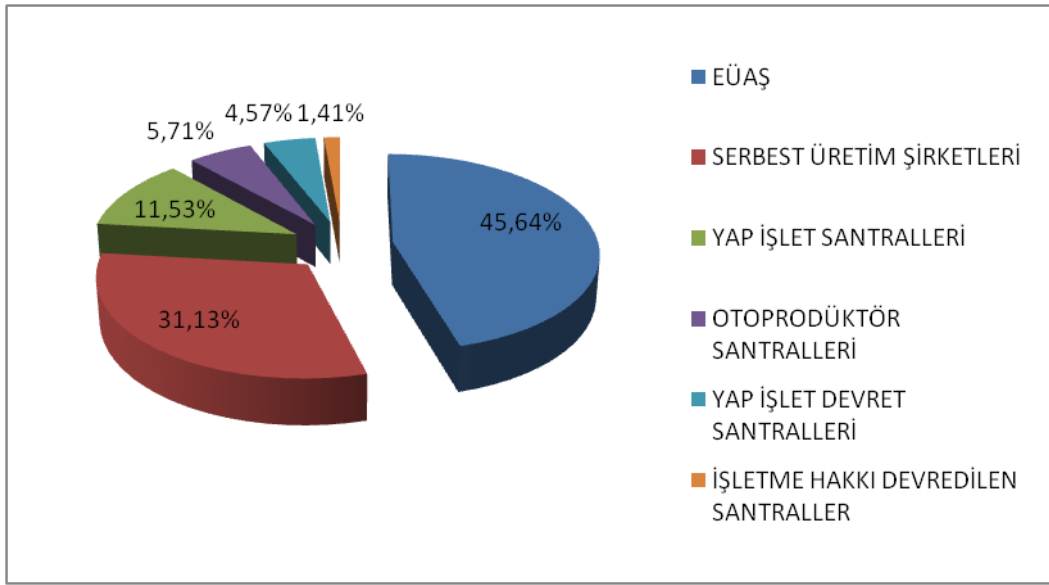
Ülkemizdeki birincil enerji kaynaklarına bakıldığında 2010 yılı itibariyle toplam arzın 109,3 milyon tep olduğu görülmektedir. Birincil enerji arzının kaynaklarına bakıldığında ilk sırayı 34,9 milyon tep ile doğal gaz almaktadır. Doğal gazı 33,5 milyon tep ile kömür ve 29,2 milyon tep ile de petrol izlemektedir. 2010 yılı sonu itibariyle Türkiye birincil enerji üretimi 32,5 milyon tep olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu birincil enerji üretiminin 17,5 milyon tep ile yarısından çoğunu kömür oluşturmaktadır (Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu, 2012, 11).

Türkiye birincil enerji arzı ile üretimine bakıldığında enerjide dışa bağımlılık açık bir şekilde görülmektedir. Ülkemiz doğal gaz ve petrol kaynakları oldukça sınırlıdır. Yurtiçi doğalgaz rezerv miktarı 2012 yılı itibariyle 6,84 milyar m³ olup, 190 trilyon m³ olan dünya doğal rezervinin yaklaşık %0,004’ünü oluşturmaktadır. Birincil enerji kaynaklarından diğer önemli enerji kaynağı olan petrolün yurtiçi ispatlanmış rezerv miktarı ise 294,8 milyon varildir. Söz konusu tutar 1,7 trilyon varil olan dünya ispatlanmış petrol rezervinin yaklaşık %0,2’sini oluşturmaktadır (Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, 2012).

Ülkemizde yaklaşık 1,3 milyar ton taşkömürü ve 11,8 milyar ton linyit rezervi bulunmaktadır. Taşkömürü rezervlerimizin tamamı TTK ruhsatında bulunmaktadır. Linyit rezervlerimizin %86’sı EÜAŞ, TKİ ve MTA olmak üzere üç kamu kuruluşunda, geriye kalan %14’ü özel sektör ruhsat sınırları içerisinde

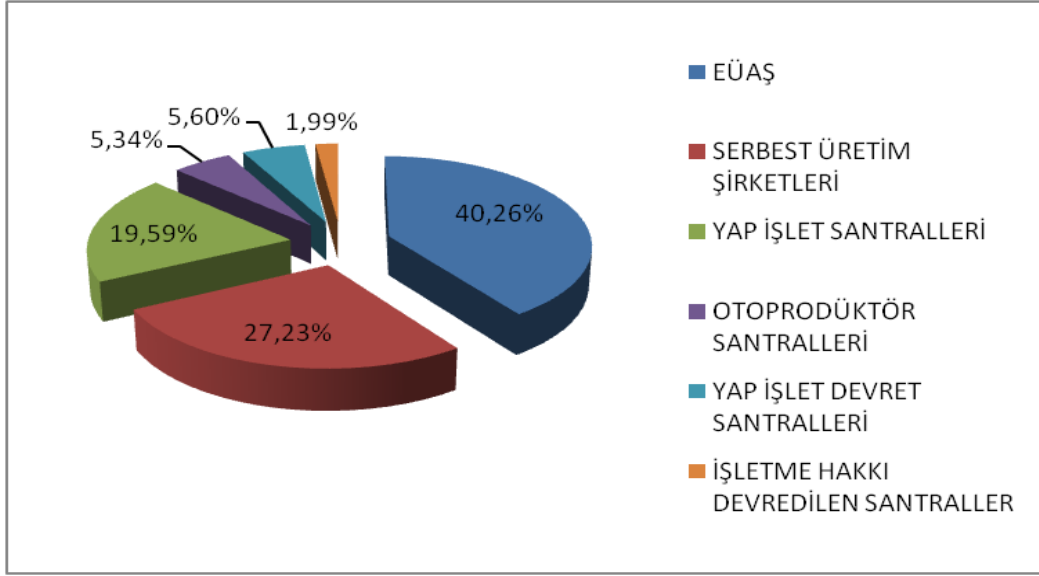
bulunmaktadır. Linyit rezervlerinin %41 ile en büyük kısmı EÜAŞ'de bulunmaktadır. Bu kurumu %23 ile MTA ve %22 ile TKİ izlemektedir. Ülkemiz 2010 yılı taşkömürü arzının yaklaşık %30'luk kısmı, linyit kömürü arzının ise %80'lik kısmı elektrik üretiminde kullanılmıştır (Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu, 2012, 16-17).

2011 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de elektrik enerjisi kurulu gücü 52.911 MW' tır. EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları 24.150 MW Kurulu güç ile Türkiye Kurulu gücünün %45,6'sına sahip olmuştur. Şekil 12'de Türkiye elektrik kurulu gücünün işletme bazında dağılımına ilişkin bilgiler gösterilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 52).



Şekil 12: Türkiye Elektrik Kurulu Gücünün İşletme Bazında Dağılımı (2011)
Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 52.

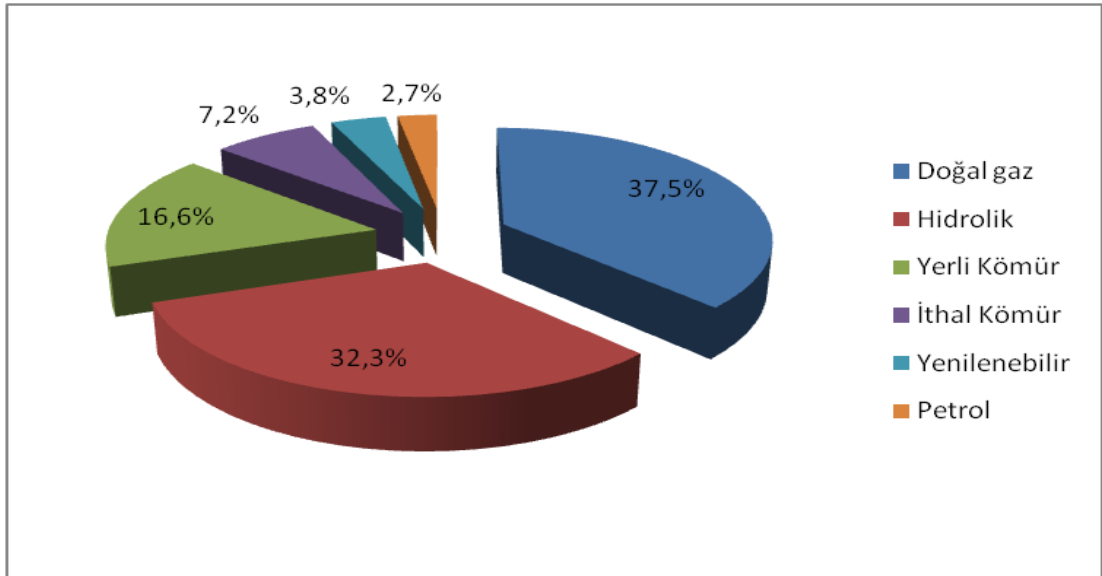
Türkiye 2011 yılı elektrik enerjisi üretimine bakıldığında ise 229,4 milyar kWh olarak gerçekleşmiş olduğu ve bunun yaklaşık %40,3'ünün EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları tarafından üretilmiş olduğu görülmektedir. Şekil 13'de Türkiye elektrik üretiminin işletmelere göre dağılımına ilişkin bilgilere yer verilmiştir. (Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 52).



Şekil 13: Türkiye Elektrik Üretimine İşletmelere Göre Dağılımı (2011)

Hazine Müsteşarlığı, 2012a, 52.

Türkiye elektrik enerjisi kurulu gücünün kaynaklara göre dağılımına bakıldığında en önemli payın %37,5 ile doğal gaz da olduğu görülmektedir. Kömüre dayalı termik santrallerinin toplam kurulu güç içerisindeki payının %23,8 olduğu ve yerli kömüre dayalı kurulu gücün toplam kurulu güç içerisindeki payının ise %16,6 düzeyinde olduğu görülmektedir (Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu, 2012, 17).



Şekil 14: Türkiye Elektrik Kurulu Gücünün Kaynaklara Göre Dağılımı (2011)

Türkiye Kömür İşletmeleri, Kurumu, 2012, 17

2011 yılında EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarına ait elektrik santrallerinde üretilen elektrik enerjisinin kaynaklara göre dağılımına bakıldığında hidroliğin payının %39,9,

kömürün payının %39,0 ve doğalgazın payının ise %21,0 olarak gerçekleştiği görülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2012a).

Enerji sektöründe faaliyette bulunan kamu işletmeleri arasındaki mali ilişkiler, ilk olarak EÜAŞ tarafından elektrik üretiminde kullanılan birincil enerji kaynaklarının temini kapsamında ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda BOTAS ve TPAO; EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarına elektrik santrallerinde elektrik üretimi için doğal gaz ve petrol sağlarken, TTK ve TKİ ise termik santrallerde üretilecek elektrik için taş kömürü ile linyit kömürü sağlamaktadırlar. Dolayısı ile BOTAS, TPAO, TTK ve TKİ; EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarının birer tedarikçisi durumundadırlar. EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları söz konusu tedarikçi kamu işletmelerinden elektrik enerjisi üretiminde kullanılacak hammadde tedarik ederek söz konusu kuruluşlara borçlanmaktadır. Böylece enerji sektöründe faaliyette bulunan söz konusu kamu işletmeleri arasında bir borç ve alacak ilişkisi doğmaktadır.

İkinci olarak, EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları ürettiği elektrik enerjisini hane halkına ve reel sektöre pazarlayacak olan çeşitli elektrik dağıtım şirketlerine satmaktadır. Ancak, EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları tarafından üretilen elektrik enerjisi, elektrik dağıtım şirketlerine doğrudan kendileri tarafından temin edilememektedir. Elektrik santrallerinde üretilen elektrik enerjisi öncelikle yüksek gerilim hatları sistemi ile transformatörlere ve trafo merkezlerine taşınması gerekmektedir. Türkiye’de 2011 yılı sonu itibarıyla elektrik hattı toplam uzunluğu 49.403,50 km’dir. Söz konusu iletim hattı sisteminin mülkiyeti tamamıyla TEİAŞ’a ait bulunmaktadır. Buna göre, EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları tarafından üretilen elektrik enerjisinin elektrik dağıtım şirketlerine iletilmesi için EÜAŞ ile TEİAŞ arasında elektrik iletimi kapsamında mali bir ilişki doğmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2012a).

Enerji sektöründe faaliyette bulunan kamu işletmeleri arasındaki sorunlar, elektrik dağıtım şirketlerinin EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarına olan borçlarını ödememesinden veya ödeyememesinden ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, elektrik dağıtım şirketlerinden olan alacaklarını tahsil edemeyen EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları, tedarikçileri olan kamu işletmelerine borçlarını tam olarak ödeyememektedir. EÜAŞ’tan olan alacaklarını tahsil edemeyen kamu işletmeleri ise finansman ve nakit gereksinimlerini piyasadan veya bankalardan borçlanarak karşılamak zorunda kalmaktadırlar. Özellikle BOTAS, EÜAŞ’a temin ettiği doğalgazı ve petrolü yurt dışından ithal etmekte ve dış itibarı açısından ödemelerini zamanında yerine

getirmek zorundadır. EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarından olan alacağını tahsil edemeyen BOTAŞ, nakit gereksinimini yüksek maliyetli ve daha çok kısa vadeli finansal araçlar ile temin etmektedir. Bu durum, bir yandan BOTAŞ'ın nakit ve borç yönetimini olumsuz bir şekilde etkilerken, diğer yandan BOTAŞ'ın karının yetersiz olması ya da zarar etmesi dolayısıyla Hazineye de finansal açıdan olumsuz etki etmektedir. Özellikle gelecekte Hazine'nin BOTAŞ lehine borçlanmak zorunda kalması ya da bütçe kaynaklarından transfer yapması riskini yükseltmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2008b).

Enerji sektörü açısından bakıldığında diğer bir sorun ise elektrik enerjisi kurulu gücünün genellikle yurt dışı kaynaklı birincil enerji kaynaklarına bağımlı olmasıdır. Türkiye elektrik enerjisi kurulu gücünün üretiminde yerli kömüre dayalı termik santrallerin kurulmasına ilişkin yatırımlar ertelenirken, ithal kömüre dayalı termik santrallerin kurulumuna ağırlık verilmesi gelecekte kamu finansmanı açısından başka bir risk doğurmaktadır. Öte yandan, kurulum maliyetleri yüksek olmasına karşın işletme maliyetleri termik ve nükleer santrallere göre çok daha düşük olan hidroelektrik santrallere dayalı elektrik üretiminin ise özellikle kurak geçen yıllarda üretimi olumsuz etkilemesi EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarını daha çok ithal girdilere bağımlı hale getirmektedir.

Kamu işletmelerinin birbirlerine olan borçlarının silinmesini sağlayan 6113 sayılı Kanunun bütçeye ve kamu finansmanına getirdiği yük düşünüldüğünde söz konusu riskin Hazine tarafından yakından takip edilmesinin önemini ortaya çıkarmaktadır.

4. TÜRK HAZİNE SİSTEMİNİN MERKEZİLEŞME DERECEŚİ

Kamu mali yönetimi çerçevesinde hazine fonksiyonlarının kapsamı ülkeden ülkeye değişmektedir. Kamu mali yönetimi sürecinin fonksiyonları; bütçenin hazırlanması, mali planlama, harcamaların kontrolü, iç denetim, nakit yönetimi, borç yönetimi, gelir yönetimi, muhasebeleştirme, ödeme, mali raporlama ve dış denetimden oluşmaktadır. Bu fonksiyonların belli bir kuruma verilmesi yani merkezileştirilmesi ya da birden fazla kurum arasında paylaştırılması ilgili ülkenin önceliklerine ve siyasi tercihlerine göre değişmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu tür fonksiyonların merkezileştirildiği ve ülke hazinelerinin sorumluluğuna verildiği gözlemlenirken, gelişmiş ülkelerde ise söz konusu fonksiyonlar üzerindeki sorumluluğun bir kısmının ilgili bakanlıklara devredildiği hatta özel kuruluşlara ihale edildiği gözlemlenmektedir.

Hazine sistemlerinin tasarımının değerlendirilmesinde ülkeler genellikle üç gruba ayrılmakta ve her ülkenin Hazine sisteminin tasarımı ait olduğu ülke grubuna göre değerlendirilmektedir. Bu kapsamda ülke ekonomileri; gelişmekte olan ekonomiler, geçiş ekonomileri ve gelişmiş ekonomiler olarak tasnif edilmektedirler. Bu bölümde öncelikle Tandberg (2005) tarafından Hazine sistem tasarımı için geliştirilen “Değer Zinciri Yaklaşımı” açıklanacak ve bu kapsamda bir geçiş ekonomisi olarak kabul edilen Brezilya Hazine sistemi, gelişmiş bir ülke olarak kabul edilen Norveç Hazine sistemi ile Türkiye Hazine sisteminin merkezileşme derecesi irdelenecektir. Daha sonra ise Türkiye Hazine sisteminin bir değerlendirilmesi yapılacaktır. Çalışmamızda Türk Hazine sistemini karşılaştırmak için Brezilya ve Norveç Hazinesinin seçilmesinin nedenleri arasında; Brezilya Hazinesinin borç yönetimi kapsamında son yıllarda önemli kazanımlar elde etmesi ve Brezilya Hazine sistemi ile Türk Hazine sistemi arasında önemli ölçüde benzerlikler olması; Norveç Hazine sisteminin ise son derece esnek ve merkezileşmenin çok az hissedildiği bir sisteme sahip olması gelmektedir.

4.1. Hazine Değer Zinciri Yaklaşımı

Tandberg (2005)’in çalışmasında belirtilen hazine sistemi değer zinciri yaklaşımına göre; Hazine sistem tasarımlarının belli başlı ana fonksiyonları bulunmaktadır. Bu ana fonksiyonlar:

- *Finansal planlama:* Bu unsur yıllık bütçelerin hazırlanması ile uygulanması arasında önemli bir bağlantıdır. Gelişmekte olan ya da geçiş ekonomilerinde genellikle ayrıntılı mali planlar hazırlanırken; gelişmiş ülkeler ise ayrıntılı finansal planlamalar yerine daha çok bütüncül finansal planlamalar hazırlamaktadırlar. Bu fonksiyon ilk grup ülkelerde hazine ya da bütçe idaresinin sorumluluğundayken, gelişmiş ülkelerde bu idarelerin dışında bazen varlık/yükümlülük yönetimi fonksiyonu olarak ayrı bir idarenin sorumluluğunda da olabilmektedir.

- *Bütçe ödeneklerinin dağılımı:* Bu fonksiyon, aynı zamanda ödeneklerin serbest bırakılma sıklığı olarak da düşünülebilir. Söz konusu fonksiyon, ülkelerin gelişmişlik seviyesine göre detaylı olarak yerine getirileceği gibi bütüncül olarak da yerine getirilebilmektedir. Birinci grup gelişmekte olan ülkelerde ödeneklerin serbest bırakılması genellikle haftalık veya aylık olarak yerine getirilmekte iken, geçiş ekonomilerinde söz konusu sıklık genellikle üç aylık olarak gerçekleşmektedir. Diğer taraftan, gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde ise ödeneklerin serbest bırakılma zamanı bütüncül olarak bir defa da, genellikle bütçe onaylanır onaylanmaz olmaktadır. Bazı gelişmiş ekonomilerde ise ödeneklerin serbest bırakılma sıklığı altı aylık aralıklarda olabilmektedir.

- *Harcama taahhütlerinin kontrolü:* Harcama taahhütü; ilgili harcamacı bakanlıkların veya taşra birimlerinin mal, hizmet veya iş yaptırmak için yüklenicilerle herhangi bir sözleşme yapmasıdır. Yapılan sözleşme ile ilgili bakanlığın/birimin başındaki harcama yetkilisi belirli bir mal veya hizmet alımı karşılığında ileride ödeme yapılacağını taahhüt etmiş olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde genellikle taahhüt öncesi herhangi bir ön kontrol yapılmazken, gelişmekte olan veya geçiş ekonomilere sahip ülkelerde taahhüt yapılmadan önce sıkı ön kontroller uygulanmaktadır.

- *Nakit yönetimi:* Daha önceki bölümlerde birçok defa değinildiği üzere etkin bir nakit yönetimi hükümetin vadesi gelen ödemelerini zamanında yapabilmesi için likidite sıkıntısı içinde olmaması demektir. Likiditeye ulaşmanın maliyetinin ise mümkün olduğunca düşük olmalıdır. Hükümetin nakit gelirleri genellikle merkezi bir tek hesapta toplanmaktadır. Toplanan bu fonların yönetiminden genellikle hazine birimleri sorumludurlar. Ancak, geçiş ekonomilerinde nakit yönetimi fonksiyonunun belirli bir protokol çerçevesinde merkez bankalarına devredildiği görülmektedir. Diğer taraftan, özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip bazı gelişmiş

ekonomilerin harcamacı birimlerinin banka hesaplarında genellikle sıfır bakiye olduğu ve nakit ihtiyaçlarını karşılamak için kısa vadeli para piyasası araçlarını yoğun olarak kullandıkları görülmektedir.

- *Borç yönetimi:* Borç yönetimi fonksiyonu nakit ve varlık yönetimi fonksiyonu ile yakın ilişki içindedir. Bu fonksiyon bir önceki nakit fonksiyonu gibi genellikle hazine veya merkez bankaları ya da ayrı bir varlık ve yükümlülük yönetimi birimi tarafından yerine getirilmektedir. Gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, borç yönetimine ilişkin bazı alt fonksiyonlar özel sektöre de devredilebilmektedir.

- *Gelir yönetimi:* Gelir yönetimi fonksiyonu genellikle ülke hazine birimleri için önemli bir görevdir. Devlet gelirlerinin hesaplanması ve denetimi genellikle vergi idarelerinin sorumluluğunda olmasına karşın, ülke hazineleri esas olarak bu tür faaliyetler sonucunda oluşan nakit akımlarının yönetiminden sorumludurlar. Gelir yönetimi fonksiyonu çerçevesinde temel görev gelirlerin mümkün olduğunca çabuk merkezi hesaba alınabilmesidir. Hazine birimleri aynı zamanda vergi dışı gelirlerin yönetiminde de yer alabilmektedirler.

- *Ödeme kontrolü:* bu fonksiyon ödemenin fiilen yapıldığı anda uygulanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ödeme kontrolü genellikle bölge düzeyinde teşkilatlanan yerel hazine birimleri tarafından yapılırken, geçiş ekonomilerinde bu fonksiyon kısmen ya da tamamen ilgili harcamacı bakanlıkların bütçe birimlerine de devredilebilmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise söz konusu fonksiyon ticari bankalar tarafından yerine getirilmektedir.

- *Muhasebeleştirme:* Muhasebeleştirme fonksiyonu genellikle ülke hazinelerinin ilgili hazine birimlerinde ya da ayrı bir muhasebe biriminde yerine getirilmektedir. Bazı ülkelerde ilgili hazine birimlerinde tutulan muhasebe kayıtları ilgili harcamacı kurumun muhasebe verileri ile karşılaştırılarak konsolide bir hesap tutulurken, çoğu ülkede ilgili harcamacı bakanlık veya ajanslar kamu hesap ve işlemlerinin muhasebeleştirmesinden doğrudan sorumludurlar. Muhasebeleştirme, gelişmekte olan ülkelerde büyük ölçüde nakit ilkesine göre tutulurken; gelişmiş ülkelerde ise tahakkuk esasına göre tutulmaktadır.

- *Mali raporlama:* Mali raporlar hemen hemen bütün ülkelerde hükümetler tarafından sağlanmaktadır. Bu tür raporlar, maliye bakanlığı bünyesinde yer alan bütçe, hazine ya da muhasebe birimlerinden gelmektedirler. Ancak, merkezileşmenin

çok katı olmadığı bazı ülkelerde ilgili harcamacı bakanlık ve birimler hazineden bağımsız olarak mali hesaplarını ve yıllık raporlarını yayımlayabilmektedirler.

- *Bilgi Sistemleri:* Söz konusu bilgi sistemleri fonksiyonu geleneksel olarak hükümetlerin bilgi işlem birimleri tarafından yerine getirilmektedir. Ancak, teknolojik altyapının gelişmesine paralel olarak bazı ülkelerde söz konusu fonksiyonun özel sektöre devredilmesine ilişkin bir eğilim gözlemlenmektedir.

- *İç denetim:* İç denetim fonksiyonu genellikle maliye bakanlığı veya hazine içerisindeki iç denetim birimlerince ya da ilgili bakanlıkların iç denetim birimlerince yerine getirilmektedir. Bazı ülkeler ilgili kamu kurum ve kuruluşlarının özel sektörden iç denetim hizmeti satın almalarına izin vermektedirler.

- *Yasal ve kurumsal çerçeve:* Bu fonksiyon bütçe yönetimi kapsamında düşünüldüğünde ülke hükümetlerinin sorumluluğunda olduğu görülmektedir. Bu kapsamdaki yasal düzenlemeler genellikle maliye bakanlığının bütçe ve hazine birimlerince hazırlanmaktadır. Söz konusu fonksiyon esasında hazine işlemlerinin kapsamının merkezileşmesi derecesi ile ilgilidir. Nakit ve borç yönetimi bölümlerinde de belirtildiği üzere birçok ülkede hazine işlemleri tüm merkezi hükümet ödeme ve harcamalarını kapsamaktadır. Bazı ülkelerde ise hazine işlemleri aynı zamanda yerel yönetimlerin işlemlerini de kapsayabilmektedir.

4.2. Merkezileşmenin Ölçümü

Tandberg (2005); çalışmasında hazine sistem tasarımı merkezileşmenin ölçümünü belirlerken öncelikle bir önceki altbölümde sayılan 12 tane fonksiyon için 1 ile 5 arasında değer belirlemiştir. Daha sonra belirlenen bu değerlerin aritmetik ortalamasını alarak o ülkenin hazine sisteminin merkezileşme derecesinin hesaplamıştır. Tandberg (2005) çalışmasında; ülkeleri üç gruba ayırmış ve her grup için gösterge niteliğinde olması gereken bir merkezileşme derecesi hesaplamıştır.

Tandberg (2005), bütçe ödeneklerinin dağılımı ile yasal ve kurumsal çerçeve unsuru dışındaki fonksiyonlar için 1 ile 5 arasında değer verirken aşağıdaki yöntemi uygulamıştır. Beş değeri, ilgili fonksiyonun uygulaması üzerinde hazinenin sıkı bir sorumluluğu olduğunu; dört değeri, ilgili fonksiyon üzerinde maliye bakanlığının diğer bir dairesinin sorumlu olduğunu veya sorumluluğun hazine ile merkez bankası ya da ilgili harcamacı bakanlık/birim arasında paylaşıldığını; üç değeri, ilgili harcamacı bakanlıkların/birimlerin temel karar alıcı olduğunu; iki değeri ilgili

bakanlıkların uygulayıcı birimlerinin kararları üzerinde merkezi yetkili otoritenin veya merkezi bakanlıkların çok az etkisi olduğunu ve bir değeri ise ilgili bakanlık biriminin tam özerkliğinin olduğunu ifade etmektedir.

Diğer taraftan, ödeneklerin dağılımı fonksiyonu için beş değeri bütçe ödeneklerinin aylık olarak serbest bırakıldığını; dört değeri iki ayda bir, üç değeri üç ayda bir, iki değeri altı aylık dilimler halinde, bir değeri ise yıllık olarak hatta bütçe kabul edilir edilmez yani sene başında bütçe ödeneklerinin serbest bırakıldığını ifade etmektedir.

Yasal ve kurumsal çerçeve fonksiyonu için beş değeri hazine işlemlerinin tüm merkezi ve yerel yönetimleri kapsadığını ifade ederken, bir değeri ise hazine işlemlerinin yerel yönetimleri kapsamadığını ve merkezi hükümet işlemlerinin bir kısmını kapsadığını ifade etmektedir. Üç değeri ise hazine işlemlerinin merkezi hükümetin önemli bir kısmını kapsadığını ifade etmektedir. Tandberg (2005); üç tür ülke grubu için varsayımsal merkezileşme göstergelerini değerlendirmiştir. Söz konusu göstergeler Tablo 30’da yer almaktadır:

Tablo 30: Üç Ayrı Ülke Grubu İçin Merkezileşme Göstergeleri

FONKSİYON	Gelişmekte Olan Ekonomiler	Geçiş Ekonomileri	Gelişmiş Ekonomiler
Finansal Planlama	5	4	3
Bütçe Ödeneklerinin Dağılımı	5	4	2
Harcama Taahhütlerinin Kontrolü	3	5	1
Nakit Yöntemi	5	4	3
Borç Yönetimi	5	5	3
Gelir Yönetimi	3	4	5
Ödeme Kontrolü	5	4	3
Muhasebeleştirme	5	4	3
Mali Raporlama	5	5	5
Bilgi Sistemleri	3	5	1
İç Denetim	5	4	3
Kurumsal Çerçeve	4	5	3
Ortalama	4,4	4,4	2,9

Tandberg, 2005, 17.

4.3. Türk Hazine Sisteminin Karşılaştırmalı Değerlendirmesi

4.3.1. Brezilya Kamu Mali Yönetimi ve Hazine Sistemi

Geçiş ekonomileri arasında değerlendirilen Brezilya’da siyasi yapılanma federal cumhuriyet şeklindedir. Brezilya’da 1988 Anayasası ile federasyon; federal hükümet,

eyaletler ve belediyeler olmak üzere üç aşamalı hükümet yapılanması olarak örgütlenmiştir. Brezilya’da federal hükümetin yanı sıra 27 tane eyalet ve 5566 tane belediye bulunmaktadır. Brezilya Anayasası eyaletlere ve belediyelere özellikle gelir kaynakları üzerinde önemli derecede özerklik vermektedir. Brezilya ekonomisi 1990’lı yılların sonundan itibaren önemli makroekonomik başarılar elde etmiştir. Brezilya hükümetleri; mali kural uygulamaları, sıkı harcama kontrolleri ve mali şeffaflığı sağlayıcı uygulamaları ile mali disiplini sağlayarak kamu borç göstergelerinde önemli iyileşmeler sağlamışlardır. Özellikle 2000 yılında yürürlüğe konulan Kamu Sorumluluk Kanunu¹, belediye ve eyalet hükümetleri de dâhil tüm hükümet düzeyinde personel harcamaları ile borçlanma üzerine sınırlamalar getirerek kamu borç göstergelerinde önemli başarılar elde etmişlerdir (Brazil Federal Public Financial Management Performance, 2009).

1988 Brezilya Anayasasına göre Brezilya’da hükümetler üç tane temel mali planlama dokümanı hazırlamak zorundadır. Bunlar; çok yıllık plan, bütçe rehberi kanunu ve yıllık bütçe kanunudur. Yıllık bütçe kanunu, ayrıntılı olarak üç bütçe halinde hazırlanmaktadır. Bunlar, tüm kamu kurumlarının cari ve yatırım harcamalarını ve vergilerle toplanacak gelirleri gösteren mali bütçe; sosyal yardım ve emeklilik alanındaki hükümet faaliyetlerini gösteren sosyal güvenlik bütçesi; kamu sermayeli kuruluşlar tarafından yapılacak yatırım miktarını gösteren kamu sermayeli kuruluşlar bütçesidir. Brezilya’da bütçe hazırlama ve uygulama sürecinde iki bakanlığın önemli etkisi olduğu görülmektedir. Bunlar; Planlama ve Bütçe Yönetim Bakanlığı ile Maliye Bakanlığıdır. Yıllık bütçe tasarısının hazırlanmasından Planlama ve Bütçe Yönetim Bakanlığı içerisinde yer alan federal bütçe sekreterliği sorumludur. Diğer taraftan, çok yıllık bütçe belgesinin ve kamu yatırım harcamalarının hazırlanmasından aynı bakanlık içerisinde yer alan Kamu Yatırımları Sekreterliği sorumludur. Bu doğrultuda, Federal Bütçe Sekreterliği ile Kamu Yatırımları Sekreterliği bütçenin hazırlanması sürecinde çok yakın iletişim içerisinde. (Brazil Federal Public Financial Management Performance, 2009).

Bütçe uygulama sürecinde temel hazine fonksiyonları, maliye bakanlığı içerisinde teşkilatlanan “Ulusal Hazine Sekreterliği” tarafından yürütülmektedir. Yıllık bütçenin kongre tarafından kabul edilmesinden sonra 30 gün içerisinde, maliye bakanlığı

¹ Fiscal Responsibility Law

hazine sekreterliği her bir harcamacı bakanlık için aylık ve yıllık ayrıntılı bir harcama planı hazırlamaktadır. Hazine sekreterliği daha sonra gelir tahminleri doğrultusunda yıllık temelde aylık olarak personel ödemeleri, borç servisi ödemeleri gibi zorunlu transfer ödemeleri için bir nakit akım planı hazırlamaktadır. Yine hazine sekreterliği, yatırım harcamaları gibi zorunlu olmayan giderleri için de bir nakit akım planı hazırlamaktadır. Hazine sekreterliğinin ay içerisinde yapacağı zorunlu ödemeleri için önceden programlanmış bir takvimi bulunmaktadır. Hazine zorunlu olmayan harcamalara ilişkin transferleri genellikle her ayın 10, 20 ve 30'uncu günlerinde yapmaktadır. Ancak hazine, gelir tahminlerindeki güncellemelere bağlı olarak zorunlu olmayan harcamalarda önemli değişiklikler yapabilmektedir (Brazil Federal Public Financial Management Performance, 2009).

Hazine sekreterliği tarafından harcamacı bakanlıklara yapılan transferler, çeyrek dönemler halinde belirlenen öncelikler ve bütçelendirilmiş miktarlar doğrultusunda yapılmaktadır. İlgili harcamacı bakanlıklar nakit gereksinimlerini hazineye her üç ayda bir bildirmekte ve hazine sekreterliği de nakit durumu ve mali hedefleri doğrultusunda ilgili harcamacı bakanlıklara fonları tahsis etmektedir. Bütçe Uygulama Tebliği hazine sekreterliğinin internet sitesinde yayınlanmaktadır. Söz konusu uygulama tebliği ile her bir harcamacı bakanlık ve kurum için yıllık taahhüt limiti ve aylık ödeme limiti belirlenmektedir. Harcama ve ödeme işlemleri söz konusu limitler kapsamında sıkı kontrollere tabidir. Örneğin harcama taahhüt evresinde yani yüklenicilere sipariş emri verilirken ya da yüklenicilerle mal veya hizmet temini için sözleşme imzalanırken, harcama emrinin yetkili bir kişi tarafından verilip verilmediği, ilgili dönem için yeterli ödenek ve fon bulunup bulunmadığı merkezi hazine tarafından kontrol edilmektedir (Brazil Federal Public Financial Management Performance, 2009).

Brezilya'da nakit yönetiminden ulusal hazine sekreterliği sorumludur. Federal Hükümet'in banka hesapları merkez bankası nezdinde tutulan Hazine Tek Hesabında toplanmaktadır. Söz konusu tek hesabın yönetiminden hazine sekreterliği sorumludur. Tüm vergi ve vergi dışı gelirler ile sosyal güvenlik katkıları gibi ödemeler hazine tek hesabında toplanmaktadır. Söz konusu ödemeler önce ticari bankalara yapılmakta ve bankalardan hazine tek hesabına aktarım süresi genellikle aynı gün olmaktadır. Bankacılık sisteminden hazine hesabına yapılan ödeme en fazla iki iş günü içerisinde olmak zorundadır. Hazine tek hesabı yerel yönetimleri, bütçe

dışı fonları ve kamu sermayeli kuruluş ve işletmeleri kapsamamaktadır. Yakın tarihe kadar Hazine nakit ve iç borç yönetiminden sorumlu iken merkez bankası ise dış borç yönetiminden sorumluydu. Ancak, borç yönetiminde merkezileşme eğilimi doğrultusunda nakit yönetiminde olduğu gibi borç yönetiminden de ulusal hazine sekreterliği tek başına sorumludur. Brezilya borç yönetimi, uluslararası uygulamalara paralel şekilde sadece merkezi hükümetin finansal yükümlülüklerini kapsamaktadır (Brazil Federal Public Financial Management Performance, 2009). Tandberg (2005) tarafından Brezilya kamu yönetiminin merkezileşmesinin değerlendirmesinde borç yönetimi fonksiyonu için “4” değeri verilmiştir. Çünkü, söz konusu değerlendirme zamanında Brezilya’da iç borç yönetiminden hazine sorumlu iken dış borç yönetiminden merkez bankası sorumlu idi. Ancak, çalışmamız sırasında söz konusu borç yönetimi fonksiyonundan hazine tek başına sorumlu olduğundan değer “5” olarak kabul edilmiştir.

Tüm harcamacı bütçe birimleri, ödeme taleplerini elektronik olarak söz konusu tek hazine hesabına göndermektedir. Her bir harcamacı kurum muhasebe kayıtlarını hazine tarafından oluşturulan ortak bir bilgi sistemine kaydetmektedir. Brezilya Hazine’si mali raporlamadan ve hesapların birleştirilmesinden sorumludur. Hazine, finansal yönetim sistemi² adında gelişmiş bir bilgi sistemi kullanmakta ve Brezilya Hazine’sinin herhangi bir taşra teşkilatlanması bulunmamaktadır. Tüm ilgili harcamacı bakanlıklar doğrudan söz konusu FMIS sistemine bağlıdır ve finansal işlemlerini bu sistem vasıtası ile gerçekleştirmektedir. Brezilya Hazine sisteminde ilgili harcamacı bakanlıkların iç denetimi maliye bakanlığı içerisinde yer alan ayrı bir iç denetim birimi tarafından yapılmaktadır. Brezilya Hazine’si merkezi hükümet harcamalarının bütçe yönetiminden sorumludur. Yerel yönetimler, harcamalarında ve bütçe uygulamalarında yüksek derecede bir özerkliğe sahiptir (Tandberg, 2005).

² FMIS

Tablo 31: Brezilya Hazine Sisteminin Merkezileşme Göstergeleri

FONKSİYON	Mevcut Durum	İdeal Gösterge	Sapma
Finansal Planlama	5	4	1
Bütçe Ödeneklerinin Dağılımı	3	4	-1
Harcama Taahhütlerinin Kontrolü	5	5	0
Nakit Yönetimi	5	4	1
Borç Yönetimi³	5	5	0
Gelir Yönetimi	4	4	0
Ödeme Kontrolü	5	4	1
Muhasebeleştirme	4	4	0
Mali Raporlama	5	5	0
Bilgi Sistemleri	5	5	0
İç Denetim	4	4	0
Kurumsal Çerçeve	3	5	-2
Ortalama	4,4	4,4	0,0

Tandberg, 2005, 21.

Yukarıdaki tabloda yer alan göstergelerden de görüleceği üzere Brezilya Hazine'sinin kamu mali yönetiminde geniş bir yetkisi ve ilgili merkezi kamu kurum ve kuruluşlarının harcamaları üzerinde güçlü bir kontrolü bulunmaktadır. Brezilya hazine sisteminin tasarımında önemli derecede merkezileşme eğilimi olduğu söylenebilir.

4.3.2. Norveç Hazine Sistemi

Norveç hazine sistemi merkezileşmenin en az hissedildiği sistemlerin başında gelmektedir. Norveç hazine sisteminde ayrı bir hazine örgütlenmesi bulunmamaktadır. Hazine fonksiyonları maliye bakanlığı içerisinde yer alan bütçe bölümü tarafından yerine getirilmektedir. Tüm ana fonksiyonel görevler ilgili bakanlıklar ile bütçe birimlerine devredilmiştir. Norveç'te mali bir planlama ya da yıl içerisinde ödenekleri serbest bırakma gibi bir müessese bulunmamaktadır. Ayrıca, maliye bakanlığı içerisinde yer alan bütçe biriminin herhangi bir taahhüt veya ödeme kontrolü bulunmamaktadır. Nakit ve borç yönetimine ilişkin operasyonel görevler bir mali ajanlık sözleşmesi altında merkez bankasına devredilmiş; ancak temel idari sorumluluklar maliye bakanlığında bırakılmıştır. Her bir harcamacı bütçe birimi

³Tandberg (2005) tarafından Brezilya kamu yönetiminin merkezileşmesinin değerlendirmesinde borç yönetimi fonksiyonu için "4" değeri verilmiştir. Çünkü, söz konusu değerlendirme zamanında Brezilya'da iç borç yönetiminden hazine sorumlu iken dış borç yönetiminden merkez bankası sorumlu idi. Ancak, çalışmamız sırasında söz konusu borç yönetimi fonksiyonundan hazine tek başına sorumlu olduğundan değer "5" olarak kabul edilmiştir.

işlemlerine yönelik muhasebe kayıtlarını kendisi kaydetmekte ve yıllık hesapları ile raporlarını hazırlamaktadır. Maliye bakanlığı her bir harcamacı bütçe birimi tarafından gönderilen raporlar temelinde kamunun konsolide mali raporlamasını yapmaktadır. Her bir harcamacı kuruluş kendi iç kontrolünün kurulması ile etkin bir şekilde işlemlerinden sorumludur (Tandberg, 2005, 19-20).

Tablo 32: Norveç Hazine Sisteminin Merkezileşme Göstergeleri

FONKSİYON	Mevcut Durum	İdeal Gösterge	Sapma
Finansal Planlama	1	3	-2
Bütçe Ödeneklerinin Dağılımı	1	2	-1
Harcama Taahhütlerinin Kontrolü	1	1	0
Nakit Yönetimi	3	3	0
Borç Yönetimi	4	3	1
Gelir Yönetimi	4	5	-1
Ödeme Kontrolü	1	3	-2
Muhasebeleştirme	1	3	-2
Mali Raporlama	4	5	-1
Bilgi Sistemleri	2	3	-1
İç Denetim	1	3	-2
Kurumsal Çerçeve	3	3	0
Ortalama	2,2	4,4	-0,75

Tandberg, 2005, 21.

4.3.3. Türk Kamu Mali Yönetimi ve Hazine Sistemi

Türk kamu mali yönetiminin yasal çerçevesinin en üstünde 1982 Anayasası gelmektedir. 1982 Anayasasının 161 ile 165'inci maddeleri, bütçeye ilişkin hükümleri düzenlemektedir. Anayasanın dışında kamu mali yönetiminin temel çerçevesi, Aralık 2003 tarihinde kabul edilen 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'dur. Söz konusu kanun, 1927 tarihli Genel Muhasebe Kanunu'nun yerini almıştır. 5018 sayılı Kanun ile bütçe sürecinin yasal çerçevesi oluşturulmuştur. Türkiye'de bütçeler Meclis tarafından onaylanan yıllık bütçelerle yürütülmektedir (OECD, 2008).

4.3.3.1. Bütçe Hazırlama ve Mali Planlama Fonksiyonu

Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun 12'inci maddesine göre; genel yönetim kapsamında üç bütçe türü bulunmaktadır. Bunlar; merkezi yönetim bütçesi, sosyal güvenlik hizmeti sunan kuruluşların bütçeleri ve yerel yönetimlerin bütçeleridir. Merkezi yönetim bütçesi, 5018 sayılı Kanuna ekli (I), (II) ve (III) sayılı

cetvellerde yer alan kamu idarelerinin bütçelerinden oluşmaktadır (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8663).

Yukarıdaki paragrafta anlatılanlardan da anlaşılacağı üzere Türkiye’de genel hükümet sektörü üç kademededen oluşmaktadır. Bu kademinin birincisi merkezi hükümet sektörüdür. İkinci kademe sosyal güvenlik hizmeti sunmak üzere kurulan sosyal güvenlik kurumları sektörü, üçüncü kademe ise yerel hükümet sektörüdür. Merkezi hükümet sektörü 5018 sayılı Kanun’un 12’inci maddesine göre; genel bütçeli kamu idareleri, özel bütçeli kamu idareleri ile düzenleyici kurumların bütçelerinden oluşmaktadır. (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003). Merkezi yönetim bütçesinin en önemli bileşeni olan genel bütçe kapsamında cumhurbaşkanlığı, TBMM, yüksek yargı mahkemeleri, başbakanlık ve ilgili bakanlıklar ile bu kurumlara bağlı çeşitli genel müdürlükler yer almaktadır. 2013 yılı merkezi yönetim bütçesinin eki (I) sayılı cetvelde toplam 46 kamu idaresinin bütçesi yer almaktadır. Genel bütçe kapsamındaki 46 kamu idaresi bütçesinin 20 tanesi icracı bakanlık bütçesidir (2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi, 2012).

Özel bütçe, bir bakanlığa bağlı veya ilgili olarak belirli bir kamu hizmetini yürütmek üzere kurulan, gelir tahsis edilen, bu gelirlerden harcama yapma yetkisi verilen, kuruluş ve çalışma esasları özel kanunla düzenlenen kamu idarelerinin bütçesidir. Özel bütçeli idarelerin bütçeleri (II) sayılı cetvelde yer almaktadır. Özel bütçe kapsamında 103’ü devlet üniversitesi olmak üzere toplam 104 adet yükseköğretim kurumları bütçesi, 41 adet diğer özel bütçeli idareler olmak üzere genel toplamda 145 adet özel bütçeli idare bulunmaktadır. Düzenleyici ve denetleyici kurumların bütçeleri ise 5018 sayılı Kanunun (III) sayılı ekinde yer almaktadır. Bu bütçe kapsamında 9 adet düzenleyici ve denetleyici kamu kurumu yer almaktadır (2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi, 2012).

2013 yılı merkezi yönetim bütçesinde belirtilen ödenek tutarlarına bakıldığında; genel bütçeli kamu idarelerine 396.705.004.350 Türk Lirası; özel bütçeli idarelere 45.002.167.100 Türk Lirası ve düzenleyici kurumlara 2.363.741.000 Türk Lirası ödenek verilmiş olduğu görülmektedir. Genel bütçeden özel bütçeli idarelere yapılacak 38.787.638.450 Türk Lirası hazine yardımları miktarı düşüldüğünde 2013 yılı merkezi yönetim bütçesi toplam büyüklüğü 405.283.274.000 Türk Lirası olmaktadır. Görüleceği üzere genel bütçenin toplam merkezi yönetim bütçesi içerisindeki ağırlığı yaklaşık %98 olmaktadır. Bu kapsamda, bu bölümde merkezi

yönetim kapsamında merkezileşmenin derecesi değerlendirildiğinde genel bütçe üzerindeki merkezileşme derecesi kastedilecektir. (2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu, 2012).

Türkiye’de bütçe hazırlama süreci, 5018 sayılı Kanun’un 16’ıncı maddesine göre, Bakanlar Kurulunun Kalkınma Bakanlığı tarafından hazırlanan orta vadeli programı kabul etmesiyle başlamaktadır. Orta vadeli program; kalkınma planları ve stratejik planlar doğrultusunda belirlenen politika hedef ve öncelikleri ile temel makroekonomik tahminleri içermekte ve gelecek üç yıla ilişkin hazırlanmaktadır. Daha sonra, maliye bakanlığı, orta vadeli plan ile uyumlu olmak ve aynı dönemi kapsamak üzere merkezi yönetimin toplam gelir ve gider hedefleri ile kamu idarelerinin ödenek teklif tavanlarını içeren orta vadeli planı hazırlamakta ve Yüksek Planlama Kurulunun onayına sunmaktadır. Yüksek Planlama Kurulunun orta vadeli mali planı karara bağlamasının ardından kamu idarelerinin bütçe tekliflerini ve yatırım programlarını hazırlama sürecini yönlendirmek üzere; Bütçe Çağrısı ve eki Bütçe Hazırlama Rehberi Maliye Bakanlığınca, Yatırım Genelgesi ve eki Yatırım Programı Hazırlama Rehberi ise Kalkınma Bakanlığınca hazırlanmaktadır (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8664-1).

İlgili harcamacı bakanlıklar ile genel ve özel bütçeli kamu idareleri kurumlarının gider tekliflerini yukarıda bahsedilen rehberler doğrultusunda hazırlarlar. Söz konusu kurumlar, cari harcamalarına ilişkin bütçe tekliflerini Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğüne; yatırım projelerine ilişkin tekliflerini ise Kalkınma Bakanlığına gönderirler. Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü cari harcamalara ilişkin; Kalkınma Bakanlığı ise yatırım harcamalarına ilişkin teklifleri gerektiğinde ilgili kamu idaresi ile de görüşmeler yaparak değerlendirmektedir. Eylül ayı sonu itibari ile Maliye Bakanlığı bütçe tasarısını tamamlamakta ve Yüksek Planlama Kuruluna sunmaktadır. Bütçe büyükleri ve Kalkınma Bakanlığınca hazırlanan nihai makroekonomik gösterge tahminleri en geç Ekim ayının ilk haftası içinde Yüksek Planlama Kurulunda görüşülmektedir. Daha sonra Maliye Bakanlığınca hazırlanan merkezi yönetim bütçe kanun tasarısı mali yılbaşından en az yetmiş beş gün önce Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Büyük Millet Meclisine sunulmaktadır. Türkiye Büyük Millet Meclisi ve Sayıştay Başkanlığı ile 5018 sayılı Kanunun III sayılı cetvelinde yer alan düzenleyici ve denetleyici kurumlar, bütçelerini Eylül ayı sonuna kadar doğrudan Türkiye Büyük Millet Meclisine, bir

örneğini de Maliye Bakanlığına gönderirler. Merkezi yönetim bütçesi kapsamında genel bütçenin gelir teklifi Maliye Bakanlığınca hazırlanmaktadır. Özel bütçeli kurumlar ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar bütçelerine ilişkin gelir tekliflerini kendileri hazırlayıp Maliye Bakanlığına göndermektedirler.

Bütçenin TBMM tarafından kabul edilmesinden sonra 5018 sayılı Kanun'un 20'inci maddesine göre, genel bütçeli kamu idareleri bütçe yılının başında ayrıntılı harcama programlarını hazırlar ve onaylanmak üzere Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğüne göndermektedirler. Bütçe ödenekleri, Maliye Bakanlığınca belirlenecek esaslar çerçevesinde nakit planlaması da dikkate alınarak üçer aylık dönemler itibari ile serbest bırakılmaktadır. Özel bütçeli idareler ve sosyal güvenlik kurumları ayrıntılı finansman programlarını hazırlamakta ve harcamalarını bu programa göre yapmaktadırlar. (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8666).

Her ne kadar mali planlama fonksiyonu hazine dışında farklı bir maliye bakanlığı dairesi tarafından hazırlanmış olsa da mali planın oldukça detaylı bir şekilde hazırlanması dolayısıyla bu fonksiyonun merkezileşme derecesi tarafımızca "5" olarak değerlendirilmiştir.

4.3.3.2. Harcama Öncesi Taahhüt Kontrolü Fonksiyonu

5018 sayılı Kanun'un 26'ıncı maddesinde yüklenme (taahhüt); usulüne uygun olarak düzenlenmiş sözleşme esaslarına veya kanun hükmüne dayanılarak iş yaptırılması, mal veya hizmet alınması karşılığında geleceğe yönelik bir ödeme yükümlülüğüne girilmesi olarak tanımlanmıştır. Aynı madde hükmüne göre; harcama yetkilileri bütçede yeterli ödeneği bulunmayan işler için yüklenmeye girememektedir. Ayrıca, yüklenmeye girişilen iş için ayrılan ödenek, başka alım için kullanılamamaktadır (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8668).

Türk kamu mali sisteminde genel bütçeli idarelerin yüklenmeye girişilmesi öncesinde taahhüt kontrolleri sorumluluğu 2006 yılından itibaren harcamacı bakanlıklara ve ilgili genel bütçeli diğer kurumlara bırakılmıştır. 2006 yılı öncesinde genel bütçeli kuruluşların birer bütçe ofisleri bulunmakta ve bu ofislerde Maliye Bakanlığı personeli olan görevliler çalışmaktaydı. Söz konusu ofisler, genel bütçeli kurumun bütçesinin hazırlanması ve uygulanmasının kontrol edilmesi süreçlerinde yer almaktaydılar. 2006 yılı sonrasında bahsedilen sistem değiştirilmiş, her bir

harcamacı bakanlık ve diğer genel bütçeli kurumların bünyesinde benzeri sorumluluklara sahip strateji geliştirme birimleri oluşturulmuş ve böylece bütçelerin hazırlanması ve uygulanması sorumluluğu ilgili harcamacı kuruluşlara devredilmiştir. (Kraan, Bergvall, Hawkesworth, 2007, 27).

5018 sayılı Kanun'un 58'inci maddesinde ön mali kontrol tanımlanmıştır. Buna göre ön mali kontrol; harcama birimlerinde işlemlerin gerçekleştirilmesi aşamasında yapılan kontroller ile mali hizmetler birimi (strateji geliştirme birimi) tarafından yapılan kontrolleri kapsamaktadır. Ön mali kontrol süreci, mali karar ve işlemlerin hazırlanması, yüklenmeye girişilmesi, iş ve işlemlerin gerçekleştirilmesi ve belgelendirilmesinden oluşmaktadır (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8680).

Yukarıdaki paragraflarda anlatılanlar değerlendirildiğinde, ülkemizde mevcut durumda harcama öncesi merkezi bir taahhüt kontrolü olmadığı söylenebilir. Harcama birimlerinde harcama öncesinde yer alan kontrollerin ilgili kamu idaresinin kendi içerisinde yapılmakta olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, söz konusu fonksiyona ilişkin gösterge rakamı tarafımızca "1" olarak değerlendirilmektedir.

4.3.3.3. Nakit ve Varlık Yönetimi Fonksiyonu

Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanununun 6'ncı maddesine göre; merkezi yönetim kapsamındaki kamu idarelerinin gelir, gider, tahsilat, ödeme, nakit planlaması ve borç yönetimi Hazine birliğini sağlayacak şekilde yürütülecektir. Aynı maddeye göre; her türlü iç ve dış borçlanma, yurt dışından hibe alınması, borç ve hibe verilmesi, Hazine garantileri ve alacakları ile nakit yönetimi hususlarında 4059 sayılı ve 4749 sayılı Kanun hükümlerinin uygulanacağı belirtilmiştir (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8661). Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere 4749 sayılı Kanun çerçevesinde genel bütçeli idarelerin nakit yönetiminden sorumlu kuruluş Hazine Müsteşarlığıdır.

Merkezi yönetim kapsamında özel bütçeli idareler ile düzenleyici ve denetleyici kurumların nakit yönetimi kapsamı dışında tutulmuş olduğu görülmektedir. Yine; yerel yönetimler, sosyal güvenlik kurumları ve bütçe dışı fonlar da nakit yönetimi kapsamı dışında tutulmuşlardır. Ancak, daha önce de belirtildiği üzere özel bütçeli idareler ile düzenleyici kurumların, hazine yardımları düşüldüğünde toplam merkezi yönetim içerisindeki ağırlığının çok sınırlı olmasından dolayı bu fonksiyon

üzerindeki merkezileşme derecesi genel bütçe kapsamında değerlendirilecektir. Bu kapsamda, Hazinesinin nakit yönetimi fonksiyonu üzerindeki merkezileştirme derecesi “5” olarak değerlendirilmiştir.

4.3.3.4. Borç Yönetimi Fonksiyonu

Genel bütçeli idareler kapsamında borç yönetimi fonksiyonu Hazine Müsteşarlığı tarafından yerine getirilmektedir. Borç yönetiminin temel çerçevesi, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile oluşturulmuştur. Bu çerçevede; Hazine, iç ve dış borçlanmadan ve söz konusu borçların yönetiminden sorumlu tek otoritedir. 4749 sayılı Kanun ile koşullu yükümlülüklerin etkin yönetimi de yasal düzenleme altına alınmıştır. Bu çerçevede Kanunun yine 5’inci maddesinde; mali yıl içerisinde Hazine tarafından kamu iktisadi teşebbüslerine, fonlara, sosyal güvenlik kurumlarına ve yerel yönetimlere yurt dışından yapacakları borçlanmalar için sağlanacak garantili imkân ve yine bu kuruluşlara ikraz edilecek dış finansman imkânlarına sınırlama getirilmiştir. Söz konusu sınırlamanın ilgili yılın bütçe kanunu ile belirleneceği hüküm altına alınmıştır (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8284-2).

Borç yönetimi fonksiyonu çerçevesinde, genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler ile bağlı kuruluşlarının ve iktisadi teşebbüslerinin borçlanmaları değerlendirildiğinde; Türk kamu mali sisteminde yerel idarelerin dış borçlanmaları Belediye Kanununun 68’inci maddesine göre yalnızca ilgili yerel idarenin yatırım programında yer alan yatırım projelerinin finansmanı kapsamında yapılabilmektedir. Yine, yerel yönetimlerin ayrı birer tüzel kişilikleri olduğundan iç piyasaya tahvil ihraç etmeleri mümkündür. Ancak, yerel yönetimlerin tahvil ihraç etmeleri dış borçlanma da olduğu gibi yalnızca yatırım programlarında yer alan yatırım projelerinin finansmanı amacıyla yapılabilir (Belediye Kanunu, 2005, 9493). Diğer taraftan, gerek dış borçlanmalarda gerekse yurt içi tahvil ihraçlarında borçlanmayı yapacak yerel yönetimin eğer finansman hazine garantisi veya ikrazı altında sağlanmıyor ise 4749 sayılı Kanunun 8’inci maddesine göre, Hazine Müsteşarlığının iznini alması zorunludur (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002, 8286-2).

Mahalli idarelerin ve bağılı kuruluşları ile bunların sermayesinin yüzde ellisinden fazlasına sahip olduğu şirketlerin faiz dâhil toplam borç stokunun en son kesinleşmiş bütçe gelirleri miktarını aşamayacağı 5393 sayılı Belediye Kanunu ile hüküm altına alınmıştır. Büyükşehir Belediyelerinde bu miktar bir buçuk kat olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan, yine söz konusu yerel idareler; yıllık gelirlerinin yüzde onunu aşan iç borçlanmaları ancak İçişleri Bakanlığının onayı ile yapabilmektedirler (Belediye Kanunu, 2005, 9493).

Görüleceği üzere ülkemizde borç yönetiminin kapsamı genel bütçeli kamu idareleri ile sınırlıdır. Dolayısıyla, merkezileşme genel bütçe kapsamında geçerlidir. Merkezi yönetim kapsamında özel bütçeli kamu kurumları ile düzenleyici ve denetleyici kurumların kendi adlarına yurt içi ve yurt dışı piyasalardan borçlanmaları üzerinde herhangi bir engel bulunmamaktadır. Ancak, bu kurumların yurt dışı piyasalardan yapacakları borçlanmalar yerel yönetimler de olduğu gibi Hazine'nin iznine tabidir. Mahalli idarelerin de kendi adlarına borçlanabilme yetkileri bulunmaktadır. Ancak, mahalli idarelerin yurt dışı borçlanmaları ile yurt içi borçlanmaları üzerine belirli sınırlamalar getirilmiştir. Sonuç olarak, bu fonksiyon üzerinde genel bütçe kapsamında ciddi bir merkezileşme görülmektedir. Özel bütçeli idareler ile düzenleyici ve denetleyici kurumların bütçe büyüklüklerinin merkezi yönetim bütçesi içerisinde önemli bir ağırlığının olmaması sebebiyle bu fonksiyonun merkezileşme derecesi tarafımızca "5" olarak değerlendirilmiştir.

4.3.3.5. Muhasebe ve Ödeme Fonksiyonu

Ülkemiz mevzuatında kamu muhasebe hizmetlerinin tanımı, 5018 sayılı Kanun'un 61'inci maddesinde yapılmıştır. Söz konusu maddeye göre; genel bütçeli idarelerin muhasebe hizmetleri fonksiyonu Maliye Bakanlığı tarafından yerine getirilmektedir. Ancak, Hazine Müsteşarlığınca kurulmuş bulunan ve personeli Hazinece atanan iç ödemeler, dış ödemeler ve devlet borçları saymanlıkları bu hükmün istisnasıdır. Maliye Bakanlığının genel bütçeli idareler nezdinde muhasebe ofisleri bulunmakta ve muhasebe ve ödeme işlemleri söz konusu muhasebe ofislerinde çalışan muhasebe yetkililerince yerine getirilmektedir. Muhasebe yetkililerinin 5018 sayılı Kanuna göre belirli niteliklere haiz olmaları ve belirli bir eğitimi alarak sertifika sahibi olmaları gerekmektedir. Muhasebe yetkilileri, maliye bakanlığına bağlı olarak çalışmaktadırlar. Özel bütçeli idareler ile düzenleyici ve denetleyici kurumların,

sosyal güvenlik kurumlarının ve yerel yönetimlerin muhasebe ve ödeme hizmetleri ise bu kurumların mali hizmetler biriminde çalışan ve bu kurumlarca atanan muhasebe yetkilileri tarafından yerine getirilmektedir. Ancak, söz konusu idareler Maliye Bakanlığına düzenli olarak raporlama yapmaktadır (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003).

Genel bütçe kapsamında muhasebe yetkililerinin sorumluluğu yine aynı maddeye göre; kendilerine gönderilen ödeme emri belgelerinin yetkililerce imzalanıp imzalanmadığı, ekinde yer alan evrakların tam olup olmadığı ve hak sahibinin kimliğinin doğru olup olmadığı hususları ile sınırlıdır. Özel bütçeli kurumların muhasebe yetkililerinin sorumlulukları da benzeri hususlarla sınırlıdır. Düzenleyici ve denetleyici kurumlar 5018 sayılı Kanunun belirli hükümlerine tabi olduklarından, söz konusu Kanunun muhasebe işlemlerine ilişkin hükümlerden muaftır (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003).

Muhasebe ve ödeme fonksiyonunun merkezileşme derecesine bakıldığında genel bütçe kapsamında önemli bir merkezileşme olduğu ve tüm fonksiyonun yalnızca tek bir kurumun (Maliye Bakanlığı Muhasebat Genel Müdürlüğü) sorumluluğu altında olduğu görülmektedir. Muhasebe yetkililerinin sorumluluğunun da yalnızca ödeme ve muhasebeleştirme ile ilgili olması, işlemlerin mevzuata uygunluğu da dâhil olmak üzere harcama sorumluluğunun ilgili genel bütçeli idarelere verilmesi çok isabetli bir uygulama olarak görülmektedir. Diğer yandan, ödemeyi yapan muhasebe yetkilisinin harcamanın esas sorumlusu olan harcama yetkilisine bağlı olmaması hususu da diğer bir önemli ayrıntı olarak göze çarpmaktadır. Muhasebe ve ödeme fonksiyonlarının hazine dışında farklı bir maliye bakanlığı birimi tarafından yerine getirildiğinden, merkezileşme derecesi tarafımızca “4” olarak değerlendirilmiştir.

4.3.3.6. İç Denetim Fonksiyonu

Ülkemizde iç denetim ve iç kontrole ilişkin yasal hükümler, 5018 sayılı Kanun’un “İç Kontrol Sistemi” başlıklı 5’inci Kısımında düzenlenmiştir. Buna göre; genel bütçeli idareler ile özel bütçeli idarelerin ve yerel yönetimlerin birer iç denetim birimleri mevcuttur. Bu idarelerde çalışan iç denetçiler, idarenin üst yöneticileri tarafından sertifikalı iç denetçiler arasından atanmaktadır. Söz konusu iç denetçiler, ilgili idarenin üst yöneticisine raporlama yapmakla sorumludur. Diğer taraftan, 5018 sayılı Kanun’un 66’ncı maddesi ile Maliye Bakanlığına bağlı İç Denetim

Koordinasyon Kurulu kurulmuştur. Söz konusu Kurul, esas olarak idarelerin iç denetiminin koordinasyonundan ve iç denetim standartlarının yayımlanmasından sorumludur. Ayrıca, her bir idarenin üst yöneticisi kendisine sunulan iç denetim raporlarını iki ay içerisinde Kurula göndermek zorundadırlar (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8684). İç Denetim Koordinasyon Kurulunun sekretarya hizmetleri Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğünde yer alan ilgili daire başkanlığınca yerine getirilmektedir. Üst paragrafta da belirtildiği üzere düzenleyici kurumlar, 5018 sayılı Kanunun iç kontrol ve iç denetimi düzenleyen hükümlerine tabi değildir.

İç denetçilerin her bir harcamacı birimin kendi üst yöneticisi tarafından atanması, iç denetçilerin kendi idarelerinin üst yöneticilerine doğrudan raporlama yapmaları ve atanan iç denetçilerin atandıkları idarelerin kendi personeli olması sebebiyle, iç denetim fonksiyonunun merkezileşme derecesi tarafımızca “3” olarak değerlendirilmektedir.

4.3.3.7. Bilgi İşlem ve Mali Raporlama Fonksiyonu

Kamu mali yönetimi kapsamında genel bütçeli idareler, Maliye Bakanlığı tarafından geliştirilen Say2000i isimli merkezi bir bilgi işlem sistemini kullanmaktadır. Maliye Bakanlığı söz konusu sistemi kullanarak hesapları toplayabilmekte ve gerekli raporları üretebilmektedir. Ayrıca, söz konusu sistem çerçevesinde yerel yönetimler için de hazırlanmış bir bölüm bulunmaktadır. Özel bütçeli idareler ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar muhasebe verilerini aylık olarak; sosyal güvenlik kurumları ile yerel yönetimler ise muhasebe verilerini çeyrek dönemler halinde Maliye Bakanlığına bildirmektedirler (Kraan, Bergvall, Hawkesworth, 2007, 54).

Türk kamu mali sisteminde yılsonu hesaplarının kesinleştirilmesi, 5018 sayılı Kanun’un 42’inci maddesine göre kesin hesap kanunu ile yapılmaktadır. Kesin hesap kanunu tasarısı, muhasebe kayıtları dikkate alınarak, Maliye Bakanlığınca hazırlanmaktadır. Söz konusu tasarı, bir yıllık uygulama sonuçlarını gösterecek şekilde hazırlanır ve izleyen mali yılın Haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kurulunca TBMM’ye sunulmakta ve bir örneği de Sayıştay’a gönderilmektedir (Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003, 8675).

4.3.3.8. Kurumsal Çerçeve

Türk kamu mali sisteminin kurumsal çerçevesine bakıldığında, hazine ve mali yönetim işlemlerinin yalnızca genel bütçeli kuruluşları kapsadığı, özel bütçeli idareleri, düzenleyici kurumları, bütçe dışı fonları, sosyal güvenlik kurumlarını ve yerel yönetimleri kapsamadığını görmekteyiz. Ancak; önceki paragraflarda da belirtildiği üzere, özel bütçeli idareler ile düzenleyici kurumların, hazine yardımları düşüldüğünde toplam merkezi yönetim içerisindeki ağırlığı çok sınırlı olmaktadır. Dolayısıyla, bu fonksiyonun değeri tarafımızca “3” olarak değerlendirilmiştir.

4.4. Türk Hazine Sisteminin Merkezileşme Derecesinin Değerlendirilmesi

Türk kamu mali yönetiminin merkezileşme eğiliminin tarafımızca yapılan değerlendirilmesi, 5018 sayılı Kanun’un yürürlüğe girdiği 2006 yılı temel alınarak Tablo 33’te karşılaştırılmalı olarak sunulmuştur.

Tablo 33: Türk Kamu Mali Sisteminin Merkezileşme Derecesi

Fonksiyon	2006 yılı Öncesi	Mevcut Durum	İdeal Gösterge	Sapma
Finansal Planlama	5	5	4	1
Bütçe Ödeneklerinin Dağılımı	3	3	4	-1
Harcama Taahhütlerinin Kontrolü	4	1	5	-4
Nakit Yönetimi	3	5	4	1
Borç Yönetimi	5	5	5	0
Gelir Yönetimi	4	4	4	0
Ödeme Kontrolü	4	4	4	0
Muhasebeleştirme	4	4	4	0
Mali Raporlama	4	4	5	0
Bilgi Sistemleri	4	4	5	0
İç Denetim	-	3	4	-1
Kurumsal Çerçeve	3	3	5	-2
Ortalama	3,9	3,8	4,4	-0,5

Her iki dönemin farklılıklarına bakıldığında en önemli farklılıkların taahhüt kontrolü, nakit yönetimi ve iç denetim fonksiyonlarında olduğu görülmektedir. Daha önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere 2006 yılı öncesinde genel bütçeli harcamacı kuruluşlarda maliye bakanlığına bağlı bütçe ofisleri bulunmaktaydı. Söz konusu bütçe ofislerinde maliye bakanlığına bağlı personeller istihdam edilmekteydi. Söz konusu personellerin ilgili harcamacı kuruluşların bütçelerinin hazırlanmasında ve uygulanmasında önemli ölçüde sorumlulukları bulunmaktaydı. 2006 yılı sonrasında

ise söz konusu fonksiyonlar ilgili harcamacı kuruluş bünyesinde kurulan mali hizmetler birimlerine (strateji geliştirme birimlerine) devredilmiştir. Bu sayede mevcut durumda, harcamacı kuruluşların yapacağı üstlenimlerin (taahhütlerin) ön kontrolünü bu birimler yapmakta ve harcamanın yapılması sorumluluğu ise ilgili harcamacı kuruluşa ait olmaktadır.

Nakit yönetimi bölümünde de bahsedildiği üzere nakit yönetimi modernizasyonu çalışmaları öncesinde nakit yönetimi kapsamında ciddi eksiklikler bulunmaktaydı. Kamu kurumlarının hesap bakiyeleri hazinenin merkez bankası nezdindeki tek hesabında günlük olarak toplanmamakta ve bu bakiyeler günlerce kamu kurumlarının ticari banka hesaplarında atıl olarak beklemekteydi. Hazine ile hesap mutabakatları haftalık olarak yapılmaktaydı. Ayrıca, harcamacı kuruluşların hesaplarında yeterli bakiye bulunmasa da bu kuruluşların hesaplarının bulunduğu ziraat bankaları şubelerince fonlama yapılabilmekteydi. 2006 yılı sonrasında nakit yönetimine yönelik yapılan iyileştirme çalışmaları sonucunda söz konusu fonksiyon kapsamında ciddi ölçüde merkezileşme eğilimleri görülmektedir. Bu çalışmalar sayesinde hazinenin kontrolü ve planlaması dışında harcama yapılmaması sağlanmıştır. Kamu hesaplarında biriken paralar günlük olarak Hazine hesabına aktarılmaktadır. Ayrıca, kamu kurumlarının işlem hesaplarında bakiye bulunmasa da fonlama yapılma imkanı ortadan kaldırılmıştır.

İç denetim fonksiyonuna bakıldığında 2006 yılı öncesinde iç denetimin tam olarak oluşturulmadığı görülmektedir. İç denetim yasal dayanağını 5018 sayılı Kanunun yürürlüğe girmesi ile kazanmıştır. Bu kapsamda, Türk kamu mali sisteminde iç denetimin merkezileşmesinin çok sıkı olmadığı görülmektedir. İç denetçiler kamu kuruluşlarının üst yöneticileri tarafından atanmakta ve raporlarını kurumlarının üst yöneticilerine sunmaktadırlar. Merkezileşmenin ciddi bir şekilde hissedildiği birçok ülkede iç denetim birimleri maliye bakanlığı bünyesinde kurulmakta ve doğrudan maliye bakanına raporlama yapmaktadırlar (Lienert, 2003).

Türk kamu mali yönetimi sistemi, bütçe hazırlama ve mali planlama fonksiyonu kapsamında değerlendirildiğinde göze çarpan en önemli özellik; önemli ölçüde merkezileşmiş fakat bölünmüş bir yapı arz etmesidir. Türkiye’de harcamacı kuruluşların cari bütçe teklifleri maliye bakanlığına gönderilirken, yatırım bütçesi teklifleri kalkınma bakanlığına gönderilmektedir. Bu çerçevede harcamacı kuruluşların her iki bütçe içinde farklı otoritelerle görüşmelerde bulunmakta

oldukları görülmektedir (Kraan, Bergvall, Hawkesworth, 2007, 54). Türkiye gibi geçiş ekonomisi özelliğine sahip ülkelerden Brezilya'da daha önce de belirtildiği üzere her iki bütçenin de hazırlanmasından Planlama Bakanlığı sorumludur; ancak cari ve yatırım bütçeleri söz konusu bakanlık altında yapılanan iki farklı birim tarafından hazırlanmaktadır (OECD, 2009).

Türk kamu mali yönetim sisteminin borç yönetimi fonksiyonu değerlendirildiğinde ise her iki dönemde de borç yönetiminde ciddi bir merkezileşme olduğu görülmektedir. Türkiye'de özellikle genel bütçe kapsamında borç yönetiminden sorumlu kuruluş Hazine Müsteşarlığıdır. Öte yandan, muhasebe fonksiyonuna bakıldığında her iki dönem arasında ciddi bir farklılık göze çarpmamaktadır. Genel bütçeli kuruluşların muhasebe hizmetleri maliye bakanlığına bağlı muhasebe yetkilileri tarafından yerine getirilmektedir. Ülkemiz mali yönetiminde mali raporlamadan sorumlu kuruluşun maliye bakanlığı olduğu ve özellikle genel bütçe kapsamında ciddi bir merkezileşme eğilimi olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, özel bütçeli kuruluşlar ile mahalli idareler de düzenli olarak maliye bakanlığı muhasebat genel müdürlüğüne raporlama yaptıkları ve maliye bakanlığınca kamunun konsolide bir tablosu hazırlanmakta olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak, Türk kamu mali sisteminin, geçiş ekonomileri için Tandberg (2005) tarafından hazırlanan soyut merkezileşme ölçütlerine kıyasla daha az merkezileşme eğiliminde olduğu görülmektedir. Geçiş ekonomileri ülkesi olarak değerlendirilen Brezilya örneği ile karşılaştırıldığında, Türk kamu mali sisteminin daha az merkezileşme ölçütlerine sahip olduğu görülmektedir. Bu farklılıkların en önemli nedeninin, ülkemiz kamu mali sisteminin bütçe uygulama sürecinde görülen bölünmüş yapı olduğu değerlendirilmektedir. Ülkemizde her ne kadar muhasebe ve ödeme fonksiyonları üzerinde önemli ölçüde merkezileşme eğilimi olsa da söz konusu fonksiyonlar üzerindeki sorumluluğun, hazine dışında farklı bir maliye bakanlığı biriminde olmasından dolayı bu fonksiyonların merkezileşme derecesinin daha az olarak nitelendirilmesine neden olmaktadır.

5. RİSKEMARUZDEĞER: BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ

Bu bölümde finansal kuruluşlar tarafından piyasa riskinin ölçümünde sıklıkla kullanılan riske maruz değer hesaplama yöntemleri tanıtılacak ve bu kapsamda Hazine dış borç stokunun kur riskine olan duyarlılığı riske maruz değer hesaplama yöntemlerinden varyans-kovaryans yöntemi ve tarihi simülasyon yöntemi çerçevesinde değerlendirilecektir.

5.1. Riske Maruz Değer Kavramı

Riske maruz değer (RMD), bir portföyün veya varlığın normal piyasa koşullarında belirli bir zaman aralığında ve veri güven düzeyinde ortaya çıkması beklenen maksimum kayıp tutarı olarak tanımlanmaktadır. (Şahin, 2004, 19; Kayahan, Topal, 2009, 185). Tanımdan da anlaşılacağı üzere, RMD hesaplanırken temel olarak iki parametre bulunmaktadır. Söz konusu parametreler; elde tutma süresi ile güven düzeyidir. Ayrıca, bu parametrelere ilave olarak belirlenmesi gereken diğer bir parametre ise örneklem dönemidir.

Elde tutma süresi; finansal bir portföyün firma için taşıdığı risk süresini göstermektedir. Elde tutma süresi ile risk arasında doğru bir orantı bulunmaktadır. Buna göre, elde tutma süresi arttıkça, söz konusu varlığın getirisinin belirsizliği artacağından riski de artacaktır. Elde tutma süresi, RMD hesaplamalarına yansıtılırken, zamanın karekökü ile ilişkilendirilmektedir (Kayahan, Topal, 2009, 188).

Güven düzeyi, RMD hesaplamalarının güvenilirliğini veren parametredir. Güven düzeyi ile RMD hesaplaması arasında da doğru bir orantı bulunmaktadır. Güven düzeyi ne kadar yüksek ise hesaplanacak RMD değeri de o derece yüksek olacaktır (Şahin, 2004, 22). Riske maruz değer hesaplamaları, finansal varlıkların getirilerinin normal dağıldığı varsayımına dayanmaktadır. Güven düzeyi, bu varsayım altında bir portföyün veya varlığın maksimum kaybının olasılığını vermektedir. RMD

hesaplamaları sadece kayıplarla ilgilendiği için hesaplamalarda normal dağılımın sol kuyruğu dikkate alınmaktadır (Dowd, 1998, 52'den aktaran Eser, 2010, 20).

Örnekleme dönemi; RMD hesaplama sürecinde zaman içerisindeki fiyat değişkenlerinin gözleneceği ve bu doğrultuda volatilité ve korelasyonun hesaplanabileceği gözlem dönemidir. Genellikle en az 252 günlük verilerden RMD hesaplaması yapılması tercih edilmektedir (Şahin, 2004, 23).

Riske maruz değér yöntemlerinde kullanılan finansal getiriler, modellerde genellikle ya varlık fiyatlarındaki nispi değışme ya da logaritmik değışme olarak düşünölmektedir. Buna göre, t zamanındaki fiyatı P_t ile gösterirsekvarlık fiyatlarındaki günlük nispi değışme;

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

biçiminde gösterilmektedir.

Varlık fiyatlarındaki logaritmik değışim (r_t) ise;

$$r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

biçiminde gösterilmektedir.

5.2. Riske Maruz Değér Hesaplama Yöntemleri

Riske maruz değér hesaplama yöntemlerini içeren modeller, temelde iki ayrı kategoriye ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi parametrik yöntemler; diğeri ise parametrik olmayan yöntemlerdir. Parametrik yöntemler finansal araçların getirilerinin dağılımına ilişkin normallik varsayımı yapmakta iken; parametrik olmayan yöntemleri içeren modeller ise finansal varlıkların getirilerinin dağılımına ilişkin herhangi bir varsayım yapmamaktadır. RMD hesaplama modellerinden varyans-kovaryans modeli parametrik yöntemleri içeren modeller arasında sayılmakta iken; tarihi simölasyon yöntemi ile monte-carlo simölasyon yöntemi parametrik olmayan modeller arasında yer almaktadır (Demireli, Taner, 2009, 130).

5.2.1. Varyans - Kovaryans Yöntemi

Bir önceki alt bölümde yapılan açıklamalar doğrultusunda varyans-kovaryans yöntemine göre RMD basit bir şekilde aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

$$RMD = PortföyDeğeri \times \sigma \times \sqrt{t} \times \alpha$$

σ : Finansal varlığın veya portföy getirisinin standart sapmasını (volatilitesi)

t : Elde tutma süresini

α : Seçilen güven düzeyini

temsil etmektedir. Ancak, yukarıdaki formülde alfa katsayısı formüle direkt olarak girmemektedir. Seçilen güven düzeyine normal dağılım tablosundan karşılık gelen rakam formülde kullanılmaktadır. Örneğin, eğer güven düzeyi %99 olarak seçilmişse, tek kuyruk sınamasına isabet eden normal dağılım değeri 2,33 olmaktadır.

Yukarıda yer alan formüle göre hesaplama yapılabilmesi için portföyde tek bir finansal varlığın yer alması gerekmektedir. Eğer, portföyde iki tane finansal varlık yer alıyorsa RMD, aşağıdaki formüle göre hesaplanan portföy standart sapmasının yukarıdaki formülde yerine konulması ile bulunmaktadır (Eser, 2010, 25). Buna göre portföy standart sapması (σ_p);

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2}$$

olarak hesaplanmaktadır. Formülde;

w_1 : Portföyde yer alan birinci finansal varlığın portföydeki ağırlığını,

w_2 : Portföyde yer alan ikinci finansal varlığın portföydeki ağırlığını,

σ_1 : Birinci finansal varlığın getirisinin standart sapmasını,

σ_2 : İkinci finansal varlığın getirisinin standart sapmasını,

ρ_{12} : Portföyde yer alan her iki finansal varlık arasındaki korelasyon katsayısını, göstermektedir.

Yukarıdaki formüle göre hesaplanan portföy standart sapmasının aşağıda yer alan formülde yerine konulması ile RMD hesaplaması tamamlanmaktadır.

$$RMD = PortföyDeğeri \times \sigma_p \times \sqrt{t} \times \alpha$$

Portföyde ikiden fazla finansal varlık bulunması durumunda ise RMD hesaplamasında kullanılacak portföy standart sapması ise matris cebiri işlemleri ile bulunmaktadır. Bu durumda aşağıda yer alan vektör ve matrisler tanımlanmalıdır:

X : Her bir yatırımın portföydeki ağırlığını içeren sütun vektörü,

X^T : Her bir yatırımın portföydeki ağırlığını içeren sütun vektörünün devriği,

C : Varyans – Kovaryans matrisi,

olmak üzere portföy standart sapması;

$$\sigma_p = \sqrt{X \times C \times X^T}$$

formülü ile hesaplanmaktadır.

Yukarıda yapılan tanımlamaları açık matris formları ile yazdığımızda “k” tane finansal varlık için portföy varyansı;

$$\sigma_p^2 = \begin{bmatrix} w_1 & w_2 & \dots & w_k \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \dots & \sigma_{1k} \\ \sigma_{21} & \sigma_{22} & \dots & \sigma_{2k} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ \sigma_{k1} & \dots & \dots & \sigma_{kk} \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \dots \\ w_k \end{bmatrix}$$

olarak yazılmaktadır. Yukarıda yer alan matris işleminin sonucunun karekökü alındığında portföy standart sapması hesaplanmış olacaktır. Varyans – kovaryans matrisinin ana köşegenindeki elemanlar, her bir finansal varlığın getirisinin varyanslarını; diğer elemanlar ise farklı iki finansal varlığın getirileri arasındaki kovaryans katsayılarını göstermektedir. Yukarıda matris cebiri yardımıyla hesaplanan portföy standart sapmasına ilişkin bulunan değer, RMD formülünde yerine konulduğunda RMD hesaplama süreci tamamlanmış olacaktır (Eser, 2010, 25-26).

Korelasyon katsayısı ile kovaryans katsayısı arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Söz konusu ilişki, aşağıda yer alan formülden de görülebilecektir.

$$\rho_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \times \sigma_j}$$

Formülde;

ρ_{ij} : i ile j varlığı getirisi arasındaki korelasyon katsayısını,

σ_i : i. finansal varlığın standart sapmasını,

σ_j : j. finansal varlığın standart sapmasını,

σ_{ij} : i. ve j. finansal varlığın getirileri arasındaki kovaryans katsayısını göstermektedir.

Buna göre; korelasyon ile kovaryans arasındaki ($\sigma_{ij} = \rho_{ij} * \sigma_i * \sigma_j$) ilişki kullanılarak ve

$$\sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1 & 0 & . & . & . & 0 \\ 0 & \sigma_2 & . & . & . & 0 \\ . & . & \sigma_3 & . & . & . \\ . & . & . & . & . & . \\ . & . & . & . & . & . \\ 0 & 0 & . & . & . & \sigma_k \end{bmatrix} \quad \rho = \begin{bmatrix} \rho_{11} & \rho_{12} & . & . & . & \rho_{1k} \\ \rho_{21} & \rho_{22} & . & . & . & \rho_{2k} \\ . & . & \rho_{33} & . & . & . \\ . & . & . & . & . & . \\ . & . & . & . & . & . \\ \rho_{k1} & \rho_{k2} & . & . & . & \rho_{kk} \end{bmatrix}$$

tanımlamaları yapılarak portföy standart sapması aşağıdaki şekilde de yazılabilir (Şahin, 2004, 70).

$$\sigma_p = \sqrt{X^T \times \sigma \times \rho \times \sigma \times X}$$

Alternatif olarak, portföyün standart sapmasının hesaplanmasında, portföyde finansal varlıkların ağırlıkları yerine finansal varlıkların parasal değerlerinin kullanılması durumunda RMD hesabı biraz farklılaşacaktır. Bu durumda, finansal varlıkların portföydeki parasal büyüklüklerini gösteren pozisyon vektörü (V) tanımlanarak portföyün RMD'si aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır (Eser, 2010, 27).

$$RMD = \sqrt{V^T \times C \times V} \times \sqrt{t} \times \alpha$$

Yukarıdaki formülden de görüleceği üzere, RMD hesabında pozisyon vektörünün kullanılması durumunda, RMD formülünde portföyün bugünkü değeri yer almamaktadır.

5.2.2. Tarihi Simülasyon Yöntemi

Tarihi Simülasyon yöntemi, finansal varlıkların getirilerinin dağılımları hakkında herhangi bir varsayım yapmamakta ve tarihin tekerrür edeceğini varsaymaktadır. Dolayısıyla, bu yöntemde portföyün ya da finansal varlığın volatilitesi hesaplarken standart sapma veya diğer herhangi bir modellemeye ihtiyaç duyulmamaktadır. Bu yöntemde; verilerin geçmiş gözlemleri kullanılarak RMD hesaplanmaktadır. (Demireli, Taner, 2009, 133).

Tarihi Simülasyon yönteminde, öncelikle portföyde yer alan varlıkların belirli bir dönem için (bir yıl, yüz gün vs.) getirileri hesaplanmaktadır. Daha sonra, aynı süre için portföyün getirisi hesaplanmaktadır. Portföyün getirisi hesaplanırken, portföyde yer alan varlıkların ağırlıkları dikkate alınmaktadır. Buna göre portföyün getirisi;

$$R_{p,t} = \sum_{i=1}^N w_i R_{it} \quad (i=1,2,\dots,k)$$

formülü ile hesaplanmaktadır. Formüle;

w_i : portföy içerisindeki i. varlığın bugünkü ağırlığını,

R_{it} : portföydeki i. varlığın t zamanındaki getirisini,

$R_{p,t}$: Portföyün t zamanındaki ağırlıklandırılmış getirisini,

ifade etmektedir.

Daha sonraki aşamada ise, yukarıdaki formül yardımıyla hesaplanan portföyün getirisi en küçükten en büyüğe doğru sıralanarak, belirlenmiş güven düzeyine karşılık gelen değer, portföyün RMD'si olarak belirlenmektedir. Örneğin, elimizde 100 iş günü için gözlem bulunduğunu varsaydığımızda, en küçük altıncı değer portföyün % 95 güven düzeyinde belirlenmiş RMD'si olmaktadır (Eser, 2010, 29)

5.2.3. Monte-Carlo Simülasyon Yöntemi

Monte-Carlo simülasyon yöntemi tarihsel simülasyon yönteminin farklı bir versiyonudur. Bu yöntemde kullanılacak veriler, geçmiş gözlemlerden ziyade

geleceğe ilişkin varsayımlara dayalı olarak üretilmektedir. Monte-Carlo simülasyon yönteminde verilerin belirli bir matematiksel model yardımıyla oluşturulan stokastik süreçten türediği varsayımı yapılmaktadır. Örneğin, bu yöntemde gelecekte oluşacak hisse senetleri fiyatları için genel olarak aşağıdaki matematiksel model kullanılmaktadır.

$$dS = \mu S dt + \sigma S \varepsilon \sqrt{dt}$$

Formülde; dS hisse senedi fiyatındaki çok küçük değişmeyi, μ anlık beklenen getiriyi, σ anlık beklenen standart sapmayı, ε standart normal dağılımdan gelen rassal (stokastik) sayıyı ifade etmektedir. Formülde belirtilen beklenen getiri ve standart sapma gibi parametreler tahmini geçmiş verilerden yararlanılarak oluşturulabilir. Alternatif olarak; volatilitenin tahmininde, standart sapmanın yanı sıra ARCH-GARCH modellerinden veya üstel ağırlıklı hareketli ortalama yöntemlerinden de yararlanılabilmektedir. Yukarıda yer alan formülü kesikli zaman sürecinde yazdığımızda, formül aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$\Delta S = \mu S \Delta t + \sigma S \varepsilon \sqrt{\Delta t}$$

Böylece; iki dönem arasında hisse senedi fiyatındaki değişim, yukarıdaki matematiksel modelden türetilmektedir. Yukarıdaki model yardımıyla belirli bir süre sonrası için (1 gün, 10 gün vs.) varlıkların değeri tahmin edilebilmektedir. Monte-Carlo yönteminde belirli bir varlığın, örneğin 10 gün sonrası için, bunun gibi çok sayıda (100 adet ya da 1000 adet) varlık fiyatları oluşturabilir. Daha sonra oluşturulan bu fiyatlardan belirlenen güven düzeyine denk gelen RMD kolaylıkla tahmin edilebilmektedir (Şahin, 2004).

Kısa dönem faiz oranları da benzer şekilde türetilmektedir. Finans sektöründe üzerinde çok durulan alanlardan birincisi ve belki de en önemlisi kısa vadeli faiz oranlarının ya da faiz oranlarının vade yapısının modellenmesidir. Chan ve diğerleri (1992) kısa dönem faiz modelini aşağıdaki stokastik süreç şeklinde tanımlamaktadır.

$$dr = (\alpha + \beta r)dt + \sigma' \varepsilon \sqrt{dt}$$

Yukarıda yer alan denklemin parametrelerine getirilen kısıtlamalar doğrultusunda çeşitli kısa dönem faiz modelleri elde edilebilmektedir (Şahin, 2004, 56). Söz konusu model aşağıdaki gibidir:

$$dr = (\beta r)dt + \sigma \varepsilon \sqrt{dt}$$

Monte-Carlo simülasyon yönteminde üretilen sayılar rassal sayılar oldukları için birbirlerinden bağımsızdır. Birden çok varlığı içeren portföyler için monte-carlo simülasyon yöntemi ile RMD hesaplaması yapılmak istenildiğinde, portföyü oluşturan yatırım araçları arasındaki korelasyonu dikkate alacak şekilde her bir varlık için rassal sayılar üretilmelidir. Korelasyona sahip seriler, uygulamada getirilerin varyans kovaryans matrisine cholesky ayrıştırması uygulamak suretiyle elde edilmektedir (Şahin, 2004, 77).

5.3. Riske Maruz Değer: Türkiye Uygulaması

Bu alt bölümde, bu bölümün bir önceki alt bölümlerinde anlatılan RMD hesaplama yöntemleri çerçevesinde Hazine dış borç stokunun RMD'leri hesaplanmaya çalışılacaktır. Uygulama çalışmalarına ilişkin veriler TCMB veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir.

5.3.1. Varyans - Kovaryans Yöntemi

Bu alt bölümde, ilk olarak 31.12.2012 tarihi itibari ile Hazine dış borç stokunun yalnızca Amerikan Doları cinsinden oluştuğu varsayımı altında Hazine dış borç stokunun Varyans – kovaryans yöntemi ile RMD'si hesaplanacaktır. Daha sonra dış borç stokunun eşit ağırlıkta Amerikan Doları ile Euro cinsinden oluştuğu varsayılacak ve dış borç stokunun RMD'si hesaplanacaktır. Bu alt bölümde son olarak, dış borç stokunun 31.12.2012 tarihi itibari ile hemen hemen gerçek durumunu gösteren üç ayrı para biriminden oluştuğu varsayımı altında varyans – kovaryans yöntemine göre RMD'si hesaplanacaktır. Bu kapsamda, 31.12.2012 tarihi itibari ile Hazine dış borç stoku içerisinde ağırlığı çok az olan ve euro, dolar ve yen dışında kalan para birimleri, borç stoku içerisinde ağırlıkta olan söz konusu üç para birimine (euro, dolar ve yen para birimleri) eşit olarak dağıtılacaktır.

Aşağıda Tablo 34'te 31.12.2012 tarihi itibari ile dış borç stokuna ilişkin veriler ile tek bir finansal varlık altında Varyans-Kovaryans yöntemine göre RMD hesaplamasında kullanılacak verilere ilişkin bilgiler sunulmuştur.

Tablo 34: Varyans-Kovaryans Yönteminde Kullanılacak Veriler

Dış Borç Stoku (Milyon TL)	145.459
Dış Borç Stoku (Milyon USD)	81.599
USD Standart Sapması	% 0,60
Elde Tutma Süresi	1 gün
Güven Düzeyi	%99
Güven Katsayısı	2,33
1 günlük RMD (TL)	2.033.516.820

Dış borç stokunun yalnızca Amerikan Dolarından oluştuğu varsayımı altında 03/01/2011 ile 31/12/2012 tarihleri arasındaki 506 iş günü için Merkez Bankası döviz alış kuruna ilişkin değer hareketlerinden faydalanarak, Amerikan Dolarına ilişkin günlük getiriler hesaplanmıştır. Getiriler, kurda meydana gelen günlük logaritmik değişiklikler olarak hesaplanmıştır. Buna göre; dış borç stokunun yalnızca Amerikan Dolarından oluştuğu varsayımı altında %99 güven düzeyinde, 1 günlük elde tutma süresi için RMD aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.⁴

$$RMD = 145.459.000.000 \times 0,0060 \times 2,33 \times \sqrt{1} = 2.033.516.820$$

Yukarıdaki hesaplama göre, Hazine dış borç stokunun tamamıyla Amerikan Dolarından oluştuğu varsayımıyla ve söz konusu stokun 1 gün süresince değişmeden muhafaza edilmesi halinde %99 olasılıkla uğrayacağı maksimum değer kaybı 2.033.516.820 TL'dir. Aynı varsayımlar altında, Hazine dış borç stokunun 10 günlük RMD'si ise aşağıda görüleceği üzere 6.430.544.811,46 TL'dir.

$$RMD = 145.459.000.000 \times 0,0060 \times 2,33 \times \sqrt{10} = 6.430.544.811,46$$

Hazine dış borç stokunun %50'sinin Amerikan Dolarından ve diğer yarısının ise Euro para biriminden oluştuğu varsayımı altında %99 olasılıkla ve 1 gün süresince uğrayacağı maksimum değer kaybı ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$\sigma_p = \sqrt{(0,5)^2 \times (0,0060)^2 + (0,5)^2 \times (0,0056)^2 + 2 \times (0,0060) \times (0,0056) \times (0,4626)} = 0,0049$$

⁴ BDDK'nın Kasım 2006, 26335 sayılı resmi gazetede yayımladığı tebliğe göre; bankaların riske maruz değerleri hesaplarırken %99 güven aralığında ve en az 10 iş günü üzerinden elde tutma süresini almaları öngörülmektedir. Bu kapsamda, bu çalışmada yer alan riske maruz değer hesaplamalarımızda %99 güven aralığı kullanılması tercih edilmiştir.

Yukarıdaki formül ile hesaplanan portföy standart sapmasının (volatilitésinin) aşağıda yer alan formülde yerine konulmasıyla RMD hesaplaması tamamlanmış olacaktır.

$$RMD = 145.459.000.000 \times 0,0049 \times 2,33 \times \sqrt{1} = 1.660.705.403$$

Portföyün 10 günlük RMD değeri ise aşağıdaki formülde gösterilmiştir.

$$RMD = 145.459.000.000 \times 0,0049 \times 2,33 \times \sqrt{10} = 5.251.611.596,03$$

Görüleceği üzere, dış borç stokunda Amerikan Dolarının yanında Euro'nun da yer alması ile portföy volatilités azaldığından RMD değeri de azalmaktadır.

Hazine borç stokunun 31.12.2012 tarihi itibari ile gerçek dağılımına bakıldığında ağırlığın üç temel para biriminden oluşmakta olduğu görülmektedir. Söz konusu para birimlerinin portföydeki ağırlıkları Tablo 35'de gösterilmiştir.

Tablo 35: Hazine Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu

Para Birimi	Ağırlık
USD	60,00%
Euro	31,00%
JPY	9,00%

Hazine Müsteşarlığı, 2013b, 13.

RMD hesaplamalarında kullanılacak para birimleri arasındaki varyans-kovaryans matrisleri ile korelasyon matrisleri aşağıda sırasıyla Tablo 36 ve Tablo 37'de gösterilmiştir. Hesaplamalar, 03/01/2011 ile 31/12/2012 tarihleri arasındaki 506 iş günü için Merkez Bankası döviz alış kuruna ilişkin değer hareketlerinden faydalananarak Excel programına yazılan formüller ve kodlamalar yardımıyla gerçekleştirilmiştir. Veriler Merkez Bankası veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir.

Tablo 36: Varyans – Kovaryans Tablosu

Varyans - Kovaryans	USD	EURO	JPY
USD	%0,0035	%0,0015	%0,0037
EURO	%0,0015	%0,0031	%0,0019
JPY	%0,0037	%0,0019	%0,0064

Tablo 37: Para Birimleri Arasında Korelasyon Katsayıları Tablosu

KORELASYON	USD	EURO	JPY
USD	1,00	0,46	0,77
EURO	0,46	1,00	0,41
JPY	0,77	0,41	1,00

Yukarıdaki tablolardan da görüleceği üzere Hazine portföyünde yer alan para birimleri arasında pozitif bir korelasyon bulunmakta ve hesaplama dönemimizde Amerikan doları ile Japon Yeni arasında korelasyon katsayısının yüksek olduğu gözlenmektedir. Ayrıca, söz konusu para birimlerinin volatilitesine bakıldığında; hesaplama dönemimizde en fazla değişkenlik gösteren para biriminin Japon Yeni olduğu gözlenmektedir. Para birimlerinin hesapladığımız standart sapmalarına ilişkin veriler, Tablo 38’de verilmiştir.

Tablo 38: RMD Yönteminde Kullanılan Para Birimlerinin Standart Sapmaları

Para Birimi	Standart Sapma
USD	%0,5950
Euro	%0,5601
JPY	%0,8030

Yukarıda verilen bilgiler kapsamında portföy standart sapması, 0,0052 (%0,5197) olarak hesaplanmıştır. Portföy standart sapmasının RMD formülünde yerine konulmasıyla Hazine dış borç stokunun %99 güven düzeyinde ve 1 günlük RMD’si 1.761.252.583 TL olarak bulunmuştur.

Son olarak, hazine dış borç stoku için 5 adet varsayımsal strateji oluşturulmuş ve bu stratejilerin RMD’leri karşılıklı olarak değerlendirilmiştir. Oluşturulan varsayımsal stratejiler Tablo 39’da gösterilmiştir.

Tablo 39: Hazine Dış Borç Stoku İçin Varsayımsal Stratejiler

STRATEJİ	PARA BİRİMLERİNİN AĞIRLIKLARI		
	USD	EURO	JPY
Strateji 1	%60	%10	%30
Strateji 2	%30	%60	%10
Strateji 3	%30	%10	%60
Strateji 4	%10	%60	%30
Strateji 5	%10	%30	%60

Tablo 40’da ise oluşturulan varsayımsal stratejiler için hesaplanan RMD değerleri gösterilmiştir.

Tablo 40: Varsayımsal Stratejiler için Hesaplanan RMD değerleri

STRATEJİ	Hesaplanan RMD Değerleri
Strateji 1	2.007.878.401 TL
Strateji 2	1.697.316.291 TL
Strateji 3	2.225.631.102 TL
Strateji 4	1.798.413.200 TL
Strateji 5	2.099.543.064 TL

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, euro para biriminin ağırlığının fazla olduğu stratejilerde RMD değerlerinin daha az olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, euro para birimine ağırlık veren dış borçlanma stratejilerine yönelinmesinin daha uygun olacağı görülmektedir.

5.3.2. Tarihi Simülasyon Yöntemi

Bu alt bölümde; tarihi simülasyon yöntemi kapsamında hazine dış borç stokunun RMD’si hesaplanacaktır. Bunun için ilk olarak 03/01/2011 ile 31/12/2012 dönemi için hazine dış borç stokunu oluşturan üç para birimine ilişkin günlük veriler merkez bankası veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir. Söz konusu günlük verilerden faydalanılarak her bir para birimi için günlük nispi fiyat değişimleri (getiriler) hesaplanmıştır. Daha sonra portföyde yer alan para birimlerinin ağırlıkları dikkate alınarak portföyün günlük getirisi hesaplanmıştır. Portföyün günlük getirisi en düşükten en yükseğe doğru sıralanmış ve seçilen güven düzeyine (%99) denk gelen değer portföyün RMD’si olarak belirlenmiştir. Tablo 41’de söz konusu verilere ilişkin bir bölüm gösterilmiştir.

Tablo 41: Tarihsel Verilere Dayalı RMD

Gün	USD (0,60)	EURO (0,31)	JPY (0,09)	Portföy	Maliyet	Sıralı Maliyet
31/12/2012	-0,0168%	-0,5918%	-0,4530%	-0,2343%	-340.842.742,85	-2.859.017.726
28/12/2012	-0,1065%	0,3861%	-0,5559%	0,0058%	8.436.776,76	-2.443.042.347
27/12/2012	-0,1622%	-0,0848%	-0,8694%	-0,2019%	-293.630.148,22	-2.225.638.069
26/12/2012	-0,0894%	-0,2748%	-0,4822%	-0,1823%	-265.101.518,78	-1.907.140.584
25/12/2012	0,1343%	0,1949%	-0,2735%	0,1164%	169.292.788,10	-1.879.536.869
24/12/2012	0,5967%	0,3187%	0,5499%	0,5064%	736.535.646,62	-1.811.969.617
21/12/2012	0,2370%	0,0383%	0,6682%	0,2142%	311.573.893,74	-1.772.365.466
20/12/2012	-0,1352%	0,5988%	-0,7719%	0,0350%	50.907.447,71	-1.671.798.246
19/12/2012	-0,0113%	0,1199%	-0,1324%	0,0185%	26.893.465,37	-1.644.668.228

Yukarıda bir bölümü yer alan hesaplamalardan da anlaşılacağı üzere %99 güven düzeyine denk gelen riske maruz değer 1.772.365.466 TL'dir. Daha hassas bir hesaplama ile RMD 1.810.385.451 TL'dir.⁵

Varyans-kovaryans yönteminde oluşturulan varsayımsal stratejiler için tarihsel simülasyon yöntemi altında da hesaplamalar yapılmıştır. Hesaplama sonuçları Tablo 42'de gösterilmiştir.

Tablo 42: Varsayımsal Stratejiler İçin Tarihi Simülasyon Yöntemi Sonuçları

Strateji	Hesaplanan RMD Değerleri
Strateji 1	1.812.162.660. TL
Strateji 2	1.942.478.680 TL
Strateji 3	2.137.630.795 TL
Strateji 4	1.854.171.996 TL
Strateji 5	2.196.889.780 TL

Tablodaki değerlerin yorumlanmasında da varyans – kovaryans yöntemine benzer şekilde Euro para biriminin ağırlıkta olduğu stratejilerin daha az maliyetli olduğu sonucuna varılmaktadır.

⁵ Çalışmada %99 güven düzeyine denk gelen değer 5,05'inci gözlem değeridir. Söz konusu kesirli değer için hassas hesaplama tekniği, Excel programında yer alan "percentile" fonksiyonu ile hesaplanmıştır.

6. SONUÇ

Çalışmamızın konusu hazine işlemleri ve fonksiyonlarıdır. Bu kapsamda; hazine işlemlerinden nakit, borç ve varlık yönetimi fonksiyonları, uluslararası en iyi uygulamalar çerçevesinde incelenmiş ve değerlendirilmiştir. Ayrıca; Brezilyave Norveç ülke hazinelerinin örgütlenmesi incelenmiş ve bu ülkelerle ülkemiz hazine örgütlenmesinin merkezileşme derecesi, Tandberg tarafından geliştirilen değer zinciri modeli çerçevesinde karşılaştırılmalı olarak değerlendirilmiştir. Son olarak çalışmamızda, hazine dış borç stokunun kur riskine yatkınlığı, riske maruz değer hesaplama yöntemlerinden varyans-kovaryans yöntemi ile tarihi maliyet yöntemi açısından ölçülmüştür.

Ülkemiz hazine işlemleri nakit yönetimi fonksiyonu kapsamında değerlendirildiğinde; uluslararası uygulamalara paralel bir şekilde nakit yönetiminin modernize edilmekte olduğu ve bu çerçevede merkezi bir tek hazine hesabı oluşturulduğu, buna yönelik bir yasal mevzuat hazırlandığı ve aktif nakit yönetimi araçlarının yasal ve kurumsal altyapısının tamamlanmış olduğu görülmektedir. Ancak, tek hazine hesabının kapsamının yalnızca genel bütçeli kamu idarelerinden oluşmasının, özel bütçeli idareler ile bütçe dışı fonların tek hazine hesabının kapsamına alınmamasının bir eksiklik olduğu düşünülmektedir. Yine, hazine hesaplarına girecek gelir akımlarının etkin bir tahminin yapılabilmesi için Hazine Müsteşarlığı ile Gelir İdaresi Başkanlığı arasındaki koordinasyonun geliştirilmesine ilişkin adımların atılması gerekmektedir. Nakit yönetimi kapsamında bir diğer eksiklik ise yasal altyapısı oluşturulan para piyasası araçlarının henüz etkin bir şekilde kullanılamamasıdır.

Hazine işlemleri borç yönetimi fonksiyonu açısından değerlendirildiğinde; borç yönetimi fonksiyonu kapsamında uluslararası kuruluşlar tarafından yayımlanan rehberlere uygun bir yasal zeminin ve organizasyonel yapının oluşturulmuş olduğu görülmektedir. Borç yönetiminin yasal çerçevesini oluşturan 4749 sayılı Kanun ile borç yönetiminde risk yönetimi olgusuna atıf yapılmıştır. Hazine Müsteşarlığı

tarafından risk analizi çerçevesinde uygulanan borçlanma stratejilerinin merkezi yönetim borç stokunun piyasa riski, yeniden finansman riski ve kredi riski gibi belli başlı risklere karşı duyarlılığının ciddi bir şekilde azaltılmış olduğu anlaşılmıştır. Ancak, hazine garantili dış borç stoku içerisinde, kredi riski yüksek olan yerel yönetimlerin ağırlığının hala önemli düzeylerde olması ve söz konusu garantili dış borç stokunun faiz yapısının piyasa riskine duyarlı olmasının ise Hazine borç yönetimi açısından bir risk oluşturmakta olduğu düşünülmektedir. Gizli koşullu yükümlülükler kapsamında Hazine açısından kredi riski oluşturan diğer bir unsur ise özel sektör dış borçlarının milli gelire oranının giderek yükselmesi olarak görülmektedir.

Hazine varlık yönetimi fonksiyonuna bakıldığında; hazine alacaklarının 4749 sayılı Kanun ile imtiyazlı alacak sayılmasının ve bu kapsamda 6183 sayılı Kanun içerisine alınmasının alacak yönetimi açısından çok önemli bir gelişme olduğu görülmektedir. Bu sayede hazine alacak stoku içerisinde vadesi geçmiş alacakların payının azaltılması doğrultusunda önemli ilerlemeler sağlanmıştır. Diğer taraftan, yerel yönetimlerin hazine alacak stoku içerisinde önemli ağırlığının olması, söz konusu yerel yönetimlerin kanuni borçlanma limitlerine erişmiş olmalarından dolayı hazine yönetimi açısından ciddi bir risk oluşturmakta olduğu düşünülmektedir.

Varlık yönetimi fonksiyonunun diğer bir bileşeni olan kamu sermayeli kuruluşların mali yönetiminde son yıllarda ciddi bir ilerleme olduğu görülmektedir. Ancak, birincil enerji arzında dışa bağımlılığın olması ve bu kapsamda elektrik enerjisi üretiminde ithal kaynaklara dayalı olan santrallere ağırlıklı yatırım yapılması dolayısıyla enerji KİT'lerinin ve yine politik riskler dolayısıyla Eximbank'ın faaliyetlerinin yakından izlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Ülkemiz hazine örgütlenmesine bakıldığında ise merkezileşmenin 2003 yılında yasalaşan 5018 sayılı Kanun ile önemli ölçüde azaltılmış olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, bütçe hazırlanması ve uygulanması sürecinde harcamacı bakanlıklar ile diğer kamu kurumlarına önemli ölçüde esneklik ve sorumluluk verilmiştir. Ülkemiz hazine örgütlenmesinde merkezileşmenin genellikle nakit ve borç yönetimi ile muhasebe fonksiyonları üzerinde yoğunlaşmakta olduğu; ancak bu durumun diğer gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomileri ile paralellik arz etmekte olduğu anlaşılmaktadır.

Türk kamu mali sisteminin, geçiş ekonomileri için Tandberg (2005) tarafından hazırlanan soyut merkezileşme ölçütlerine kıyasla daha az merkezileşme eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu farklılıkların en önemli nedeninin, ülkemiz kamu mali sisteminin bütçe uygulama sürecinde görülen bölünmüş yapısı olduğu değerlendirilmektedir. Ülkemizde her ne kadar muhasebe ve ödeme fonksiyonları üzerinde önemli ölçüde merkezileşme eğilimi olsa da söz konusu fonksiyonlar üzerindeki sorumluluğun, hazine dışında farklı bir maliye bakanlığı biriminde olması, bu fonksiyonların merkezileşme derecesinin daha az olarak nitelendirilmesine neden olmaktadır.

Son olarak, hazine dış borç stokunun kur riskine olan yatkınlığının riske maruz değer yöntemleri çerçevesinde değerlendirilmesi sonucunda, yen para birimine ağırlık veren stratejilerin daha maliyetli olduğu ve daha az maliyetli olduğu ölçülen euro para biriminin ağırlıkta olduğu borçlanma stratejilerine daha fazla odaklanması gerektiği sonucuna varılmıştır.

KAYNAKÇA

- Arslanboğa, Kadir. 2007. 1609 – 1610 Yılları Arasında Osmanlı Devleti’nin Merkezi Hazine Giderleri. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Balıbek, Arzu Aytekin, Yasemin Hürcan, Serdar Öztopal. 2012. Borç Yönetiminin Ekonomik ve Parasal Politikalarla Etkileşimi. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 45-59.
- Balıbek, Emre, Hamdi Alper Memiş. 2012. Turkish Treasury Simulation Model for Debt Strategy Analysis. **Policy Research Working Paper 6091**. The World Bank.
- Balıbek, Emre, Hamdi Alper Memiş, Talha Yurtsever. 2012. Piyasa Riski Yönetimi: Stratejik Ölçütler. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 119-140.
- Barro, Robert J. 1999. Notes on Optimal Debt Management. **Journal of Applied Economics**. c.2:282-290.
- Belediye Kanunu (5393 S.K.). 2005. **Resmi Gazete**. 25874, Temmuz.
- Bergström, Pal, Anders Holmlund, Sara Lindberg. [20.05.2012]. The SNDO’s Simulation Model for Government Debt Analysis. https://www.riksgalden.se/Dokument_sve/om_riksgalden/riktlinjer/Simulation%20Model%20for%20Government%20Debt%20Analysis%202002.pdf
- Bolder, David Jamieson, Simon Deeley. [20.05.2012]. The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements. <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/05/dp11-3.pdf>.
- Budina, Nina, Hana Polackova Bixi, Timothy Irwin. 2007. **Public-Private Partnerships in the New EU Member States: Managing Fiscal Risks**. <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/978-0-8213-7153-4>. [20.05.2012].
- Cangöz, M. Coşkun, Emre Balıbek. 2012. Kamu Borç Yönetiminin Genel Çerçevesi: Yeni Eğilimler ve Türkiye’ye Yansımaları. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 17-44.

- Cebotari, Aliona. 2008. Contingent Liabilities: Issues and Practice. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08245.pdf>. [20.05.2012].
- Çaşkurlu, Eren. 2007. İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve Sonrası). Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demireli, Erhan, Berna Taner. 2009. Risk Yönetiminde Riske Maruz Değer Yöntemleri ve Bir Uygulama. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. c.14. s.3: 127-148.
- Brazil Federal Public Financial Management Performance: Based on the PEFA Methodology. 2009. http://siteresources.worldbank.org/BRAZILEXTN/Resources/Brazil_PublicManagement_English.pdf. [05.01.2013].
- Eğilmez, Mahfi. 2009. **Hazine**. 7.bs. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Erdener Gonca, M. Coşkun Cangöz. 2010. Hazine Nakit Yönetimi. **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, c.3. s.2: 115-147.
- Erdener, Gonca, Seçil Çiçek. 2012. Hazine Nakit Yönetiminin Modernizasyonu: Türkiye Deneyimi. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 243-278.
- Eser, Özgür. 2010. Piyasa Riski Ölçümü Olarak Riske Maruz Değer ve Hisse Senedi Portföyleri İçin Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Genel Bütçe Kapsamındaki Kamu İdarelerinin Ödeme ve Tahsilat İşlemlerinin Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik. **Resmi Gazete**. 27968,18.06.2011.
- Giavazzi, Francesco, Alessandro Missale. [19.10.2012]. Public Debt Management in Brazil. <http://www.nber.org/papers/w10394>.
- Hazine Müsteşarlığı. www.hazine.gov.tr. [07.12.2012]
- _____. <https://hmvds.hazine.gov.tr/>.
- _____. 2008a. **Kamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.
- _____. 2008b. **Kamu İşletmeleri Raporu 2007**. Ankara.
- _____. 2009. **Kamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.
- _____. 2010a. **Kamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.
- _____. 2010b. **2010 – 2013 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi**. Ankara.
- _____. 2011. **Kamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.

_____. 2012a. **Kamu İşletmeleri Raporu 2011**. Ankara.

_____. 2012b. **Kamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.

_____. 2013a. **Kamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.

_____. 2013b. **OcakKamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.

_____. 2013c. **Kamu İşletmeleri Raporu 2012**. Ankara.

_____. 2014. **OcakKamu Borç Yönetimi Raporu**. Ankara.

Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun (4059 S.K.). 1994. **Resmi Gazete**. 22147, Aralık.

International Monetary Fund. 2001. **Governance Finance Statistics Manuals**.

International Monetary Fund, World Bank. 2001. Guidelines for Public Debt Management. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. Washington D.C.

_____. 2003. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. Washington D.C.

İşsizlik Sigortası Kanunu (4447 S.K.). 1999. **Resmi Gazete**. 23810. Eylül.

Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (4749 S.K.). 2002. **Resmi Gazete**. 24721, Nisan.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (233 S.K.). 1984. **Resmi Gazete**. 18435 (Mükerrer), Haziran.

Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu (5018 S.K.). 2003. **Resmi Gazete**. 25326, Aralık.

Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Nakit Taleplerinin Hazırlanması ve Hazine Müsteşarlığına Bildirilmesine İlişkin Yönetmelik. **Resmi Gazete**. 27872, 12.03.2011.

Karabaş, Engin. 2005. Bütçe Kapsamı ve Bütçe Kapsamı Dışında Kalan Kamusal Harcama Alanları. Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü. Ankara.

Kayahan, Cantürk, Yusuf Topal. 2009. Tarihsel Riske Maruz Değer (RMD) Finansal Riskleri Açıklamada Yeterli Midir?. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. c.14. s.1: 179-198.

Kraan, Dirk-Jan, Daniel Bergvall, Ian Hawkesworth. 2007. Budgeting in Turkey. **OECD Journal on Budgeting**. Vol.7. No.2:7-58.

Koç, Fatoş. 2012. Varlık ve Yükümlülük Yönetimi Yaklaşımı. Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 105-117.

Lienert, Ian. 2003. A Comparison Between Two Public Expenditure Management Systems in Africa. **IMF Working Paper**. WP/03/2.

_____.2009. Modernizing Cash Management. www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2009/tnm0903.pdf. [13.05.2012].

Maliye Bakanlığı. [10.01.2013]. www.maliye.gov.tr/Tarihce/Bakanlik%20Tarihcesi%20.pdf.

Memiş, Deniz Arınoy, Vesile Gülnur Karadağ, Hakan Bingöl. 2012. Kredi Riski Yönetimi. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 141-168.

Mundal, Håkon. 2008. **Public Financial Management Performance Report – Norway**. Norwegian Agency for Development Cooperation. (Haziran 2008).

OECD. 2006. Turkey Public Expenditure Management System – Assessment June 2006. SIGMA. OECD. Paris.

OECD. 2008. Turkey Public Expenditure Management System – Assessment May 2008. SIGMA. OECD. Paris.

Öz, Mehmet, Mehmet Ali Ünal, Fahri Unan. [10.01.2013]. Osmanlı Merkez ve Taşra Teşkilatı. Anadolu Üniversitesi. <http://eogrenme.anadolu.edu.tr/eKitap/TAR211U.pdf>.

Para Piyasası Nakit İşlemleri Aracılığı ile Sağlanacak Finansman Hakkında Yönetmelik. **Resmî Gazete**.27048. 08.11.2008.

Pattanayak Sailendra, Israel Fainboim. 2010. Treasury Single Account: Concept, design, and Impelementation Issues. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10143.pdf>. [13.05.2012].

Sayıştay Başkanlığı. 2000. **1999 Yılı Hazine İşlemleri Raporu**. Ankara

_____. 2001. **2000 Yılı Hazine İşlemleri Raporu**. Ankara.

_____. 2005. **2004 Yılı Hazine İşlemleri Raporu**. Ankara.

_____. 2006. **2005 Yılı Hazine İşlemleri Raporu**. Ankara.

_____. 2008. **2007 Yılı Hazine İşlemleri Raporu**. Ankara.

_____. 2011. **2010 Yılı Hazine İşlemleri Raporu**. Ankara.

_____. 2013. **Hazine Müsteşarlığı 2012 Yılı Denetim Raporu**. Ankara.

- Şahin, Hasan. 2004. **Riske Maruz Değer Hesaplama Yöntemleri**. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Tandberg, Eivind. 2005. Treasury System Design: A Value Chain Approach. **IMF Working Paper**. No. 153.
- Taş, Oktay, Zeynep İltüzer. 2008. Monte Carlo Simulasyon Yöntemi ile Riske Maruz Değerin İMBK30 Endeksi ve DİBS Portföyü Üzerinde Bir Uygulaması. **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. c.23. s.1: 67-87.
- Terzi, T. Arzu. 2000. **Hazine-i Hassa Nezareti**. Ankara:Türk Tarih Kurumu.
- Tokaç Hakan, Sevgi Bakırcı, Abdullah Kantarcı. 2012. Hazine İşlemlerinde Operasyonel Risk Yönetimi. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 311-326.
- Togo, Eriko. 2007. Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework. **Policy Research Working Paper 4369**. The World Bank. http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/3_CoordinatingPDMwithFiscalandMonetaryPolicies_Togo.pdf. [20.05.2012].
- Turan, Nilüfer, Mehmet Kaya, Emre Köker, Harun Akkaş. 2012. Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Dünyada ve Türkiye’de İç Borçlanma Piyasalarının Gelişimi. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık:169-203.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (1211 S.K.). 1970. **Resmi Gazete**. 13409, Ocak.
- Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu. 2012. Kömür Sektör Raporu (Linyit) 2011. Ankara.
- Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı Genel Müdürlüğü. 2012. 2011 Yılı Hampetrol ve Doğal Gaz Sektör Raporu. Ankara.
- Wheeler, Graeme. 2004. **Sound Practice in Government Debt Management**. Washington, D.C.
- Williams, Mike. 2004. Government Cash Management: Good and Bad Practice. <http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/CM-V2-Aug04MikeWilliams.pdf>. [13.05.2012].
- Yılmaz, Yener, Hüseyin Bilgiçoğlu, M. Burak Şener. 2012. Etkin Varlık Yönetimi Açısından Hazine Alacakları. **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**. ed. M. Coşkun Cangöz, Emre Balıbek. Ankara: Seçkin Yayıncılık: 279-309.
- 2012 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu (6260 S.K.). 2011. **Resmi Gazete**. 28157(Mükerrer), Aralık.

2013 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu (6363 S.K.). 2012. **Resmi Gazete.**
28514(Mükerrer), Aralık.

EKLER

Ek 1. Merkez Bankası Günlük Döviz Alış Kurları ve Logaritmik Getiriler

Gun	USD	EUR	JPY	Gun	USD	EUR	JPY
03-01-11	1,5376	2,0551	1,8872	03-01-11	-	-	-
04-01-11	1,5476	2,0606	1,8977	04-01-11	0,6483%	0,2673%	0,5548%
05-01-11	1,5445	2,0677	1,8763	05-01-11	-0,2005%	0,3440%	-1,1341%
06-01-11	1,5400	2,0383	1,8689	06-01-11	-0,2918%	-1,4321%	-0,3952%
07-01-11	1,5402	2,0201	1,8495	07-01-11	0,0130%	-0,8969%	-1,0435%
10-01-11	1,5571	2,0220	1,8601	10-01-11	1,0913%	0,0940%	0,5715%
11-01-11	1,5778	2,0365	1,8933	11-01-11	1,3206%	0,7146%	1,7691%
12-01-11	1,5702	2,0328	1,8870	12-01-11	-0,4828%	-0,1818%	-0,3333%
13-01-11	1,5619	2,0301	1,8736	13-01-11	-0,5300%	-0,1329%	-0,7127%
14-01-11	1,5514	2,0417	1,8655	14-01-11	-0,6745%	0,5698%	-0,4333%
17-01-11	1,5429	2,0643	1,8604	17-01-11	-0,5494%	1,1008%	-0,2738%
18-01-11	1,5426	2,0501	1,8616	18-01-11	-0,0194%	-0,6903%	0,0645%
19-01-11	1,5263	2,0446	1,8471	19-01-11	-1,0623%	-0,2686%	-0,7819%
20-01-11	1,5320	2,0637	1,8609	20-01-11	0,3728%	0,9298%	0,7443%
21-01-11	1,5533	2,0942	1,8859	21-01-11	1,3808%	1,4671%	1,3345%
24-01-11	1,5693	2,1241	1,8923	24-01-11	1,0248%	1,4177%	0,3388%
25-01-11	1,5636	2,1215	1,8835	25-01-11	-0,3639%	-0,1225%	-0,4661%
26-01-11	1,5552	2,1185	1,8842	26-01-11	-0,5387%	-0,1415%	0,0372%
27-01-11	1,5660	2,1452	1,9026	27-01-11	0,6920%	1,2524%	0,9718%
28-01-11	1,5674	2,1474	1,8875	28-01-11	0,0894%	0,1025%	-0,7968%
31-01-11	1,5833	2,1716	1,9155	31-01-11	1,0093%	1,1206%	1,4725%
01-02-11	1,5991	2,1842	1,9425	01-02-11	0,9930%	0,5785%	1,3997%
02-02-11	1,5814	2,1729	1,9333	02-02-11	-1,1130%	-0,5187%	-0,4747%
03-02-11	1,5707	2,1707	1,9243	03-02-11	-0,6789%	-0,1013%	-0,4666%
04-02-11	1,5760	2,1711	1,9256	04-02-11	0,3369%	0,0184%	0,0675%
07-02-11	1,5927	2,1716	1,9477	07-02-11	1,0541%	0,0230%	1,1412%
08-02-11	1,5694	2,1300	1,9027	08-02-11	-1,4737%	-1,9342%	-2,3375%
09-02-11	1,5670	2,1371	1,9051	09-02-11	-0,1530%	0,3328%	0,1261%
10-02-11	1,5797	2,1555	1,9099	10-02-11	0,8072%	0,8573%	0,2516%
11-02-11	1,5912	2,1690	1,9192	11-02-11	0,7253%	0,6244%	0,4858%
14-02-11	1,5886	2,1494	1,8984	14-02-11	-0,1635%	-0,9077%	-1,0897%

15-02-11	1,5840	2,1325	1,8968	15-02-11	-0,2900%	-0,7894%	-0,0843%
16-02-11	1,5883	2,1482	1,8964	16-02-11	0,2711%	0,7335%	-0,0211%
17-02-11	1,5807	2,1384	1,8846	17-02-11	-0,4796%	-0,4572%	-0,6242%
18-02-11	1,5702	2,1294	1,8752	18-02-11	-0,6665%	-0,4218%	-0,5000%
21-02-11	1,5731	2,1360	1,8824	21-02-11	0,1845%	0,3095%	0,3832%
22-02-11	1,5741	2,1530	1,8896	22-02-11	0,0635%	0,7927%	0,3818%
23-02-11	1,5934	2,1692	1,9154	23-02-11	1,2186%	0,7496%	1,3561%
24-02-11	1,5857	2,1760	1,9123	24-02-11	-0,4844%	0,3130%	-0,1620%
25-02-11	1,6008	2,2040	1,9524	25-02-11	0,9478%	1,2786%	2,0753%
28-02-11	1,5905	2,1948	1,9384	28-02-11	-0,6455%	-0,4183%	-0,7196%
01-03-11	1,5928	2,2026	1,9439	01-03-11	0,1445%	0,3548%	0,2833%
02-03-11	1,5980	2,2097	1,9429	02-03-11	0,3259%	0,3218%	-0,0515%
03-03-11	1,6092	2,2219	1,9601	03-03-11	0,6984%	0,5506%	0,8814%
04-03-11	1,6041	2,2224	1,9565	04-03-11	-0,3174%	0,0225%	-0,1838%
07-03-11	1,5919	2,2241	1,9237	07-03-11	-0,7635%	0,0765%	-1,6907%
08-03-11	1,5942	2,2339	1,9387	08-03-11	0,1444%	0,4397%	0,7767%
09-03-11	1,5855	2,2072	1,9181	09-03-11	-0,5472%	-1,2024%	-1,0683%
10-03-11	1,5800	2,1963	1,9053	10-03-11	-0,3475%	-0,4951%	-0,6696%
11-03-11	1,5759	2,1793	1,8968	11-03-11	-0,2598%	-0,7770%	-0,4471%
14-03-11	1,5786	2,1769	1,9116	14-03-11	0,1712%	-0,1102%	0,7772%
15-03-11	1,5729	2,1939	1,9165	15-03-11	-0,3617%	0,7779%	0,2560%
16-03-11	1,5754	2,1890	1,9347	16-03-11	0,1588%	-0,2236%	0,9452%
17-03-11	1,5762	2,1991	1,9490	17-03-11	0,0508%	0,4603%	0,7364%
18-03-11	1,5788	2,2109	2,0012	18-03-11	0,1648%	0,5351%	2,6431%
21-03-11	1,5757	2,2229	1,9323	21-03-11	-0,1965%	0,5413%	-3,5036%
22-03-11	1,5693	2,2238	1,9293	22-03-11	-0,4070%	0,0405%	-0,1554%
23-03-11	1,5626	2,2242	1,9245	23-03-11	-0,4279%	0,0180%	-0,2491%
24-03-11	1,5543	2,2022	1,9176	24-03-11	-0,5326%	-0,9940%	-0,3592%
25-03-11	1,5470	2,1843	1,9081	25-03-11	-0,4708%	-0,8161%	-0,4966%
28-03-11	1,5433	2,1842	1,8982	28-03-11	-0,2395%	-0,0046%	-0,5202%
29-03-11	1,5485	2,1763	1,8912	29-03-11	0,3364%	-0,3623%	-0,3695%
30-03-11	1,5549	2,1929	1,8943	30-03-11	0,4125%	0,7599%	0,1638%
31-03-11	1,5483	2,1816	1,8598	31-03-11	-0,4254%	-0,5166%	-1,8380%
01-04-11	1,5363	2,1822	1,8516	01-04-11	-0,7781%	0,0275%	-0,4419%
04-04-11	1,5360	2,1739	1,8316	04-04-11	-0,0195%	-0,3811%	-1,0860%
05-04-11	1,5279	2,1733	1,8151	05-04-11	-0,5287%	-0,0276%	-0,9049%
06-04-11	1,5273	2,1660	1,8082	06-04-11	-0,0393%	-0,3365%	-0,3809%
07-04-11	1,5157	2,1669	1,7768	07-04-11	-0,7624%	0,0415%	-1,7518%
08-04-11	1,5085	2,1548	1,7677	08-04-11	-0,4762%	-0,5600%	-0,5135%
11-04-11	1,4955	2,1550	1,7508	11-04-11	-0,8655%	0,0093%	-0,9606%
12-04-11	1,5053	2,1755	1,7745	12-04-11	0,6532%	0,9468%	1,3446%
13-04-11	1,5111	2,1834	1,7901	13-04-11	0,3846%	0,3625%	0,8753%

14-04-11	1,5075	2,1866	1,7901	14-04-11	-0,2385%	0,1465%	0,0000%
15-04-11	1,5146	2,1871	1,8163	15-04-11	0,4699%	0,0229%	1,4530%
18-04-11	1,5119	2,1867	1,8133	18-04-11	-0,1784%	-0,0183%	-0,1653%
19-04-11	1,5165	2,1710	1,8273	19-04-11	0,3038%	-0,7206%	0,7691%
20-04-11	1,5271	2,1791	1,8463	20-04-11	0,6965%	0,3724%	1,0344%
21-04-11	1,5124	2,1910	1,8235	21-04-11	-0,9673%	0,5446%	-1,2426%
22-04-11	1,5080	2,2051	1,8358	22-04-11	-0,2914%	0,6415%	0,6723%
25-04-11	1,5097	2,1989	1,8389	25-04-11	0,1127%	-0,2816%	0,1687%
26-04-11	1,5123	2,2073	1,8403	26-04-11	0,1721%	0,3813%	0,0761%
27-04-11	1,5206	2,2211	1,8576	27-04-11	0,5473%	0,6233%	0,9357%
28-04-11	1,5146	2,2221	1,8429	28-04-11	-0,3954%	0,0450%	-0,7945%
29-04-11	1,5092	2,2380	1,8447	29-04-11	-0,3572%	0,7130%	0,0976%
02-05-11	1,5141	2,2496	1,8571	02-05-11	0,3241%	0,5170%	0,6699%
03-05-11	1,5127	2,2429	1,8534	03-05-11	-0,0925%	-0,2983%	-0,1994%
04-05-11	1,5227	2,2526	1,8780	04-05-11	0,6589%	0,4315%	1,3186%
05-05-11	1,5306	2,2763	1,8850	05-05-11	0,5175%	1,0466%	0,3720%
06-05-11	1,5367	2,2826	1,9161	06-05-11	0,3977%	0,2764%	1,6364%
09-05-11	1,5361	2,2316	1,9080	09-05-11	-0,0391%	-2,2596%	-0,4236%
10-05-11	1,5338	2,2091	1,8972	10-05-11	-0,1498%	-1,0134%	-0,5676%
11-05-11	1,5494	2,2249	1,9170	11-05-11	1,0119%	0,7127%	1,0382%
12-05-11	1,5667	2,2529	1,9334	12-05-11	1,1104%	1,2506%	0,8519%
13-05-11	1,5802	2,2402	1,9477	13-05-11	0,8580%	-0,5653%	0,7369%
16-05-11	1,5748	2,2503	1,9495	16-05-11	-0,3423%	0,4498%	0,0924%
17-05-11	1,5869	2,2422	1,9597	17-05-11	0,7654%	-0,3606%	0,5218%
18-05-11	1,5782	2,2383	1,9297	18-05-11	-0,5497%	-0,1741%	-1,5427%
20-05-11	1,5743	2,2439	1,9379	20-05-11	-0,2474%	0,2499%	0,4240%
23-05-11	1,5736	2,2475	1,9241	23-05-11	-0,0445%	0,1603%	-0,7147%
24-05-11	1,6001	2,2406	1,9560	24-05-11	1,6700%	-0,3075%	1,6443%
25-05-11	1,5934	2,2439	1,9432	25-05-11	-0,4196%	0,1472%	-0,6565%
26-05-11	1,5972	2,2460	1,9436	26-05-11	0,2382%	0,0935%	0,0206%
27-05-11	1,5916	2,2556	1,9408	27-05-11	-0,3512%	0,4265%	-0,1442%
30-05-11	1,6003	2,2786	1,9713	30-05-11	0,5451%	1,0145%	1,5593%
31-05-11	1,5939	2,2769	1,9681	31-05-11	-0,4007%	-0,0746%	-0,1625%
01-06-11	1,5859	2,2844	1,9402	01-06-11	-0,5032%	0,3289%	-1,4278%
02-06-11	1,5826	2,2818	1,9436	02-06-11	-0,2083%	-0,1139%	0,1751%
03-06-11	1,5841	2,2865	1,9563	03-06-11	0,0947%	0,2058%	0,6513%
06-06-11	1,5773	2,2850	1,9544	06-06-11	-0,4302%	-0,0656%	-0,0972%
07-06-11	1,5718	2,2980	1,9577	07-06-11	-0,3493%	0,5673%	0,1687%
08-06-11	1,5735	2,3068	1,9579	08-06-11	0,1081%	0,3822%	0,0102%
09-06-11	1,5791	2,3125	1,9739	09-06-11	0,3553%	0,2468%	0,8139%
10-06-11	1,5728	2,2990	1,9611	10-06-11	-0,3998%	-0,5855%	-0,6506%
13-06-11	1,5697	2,2710	1,9564	13-06-11	-0,1973%	-1,2254%	-0,2399%

14-06-11	1,5653	2,2479	1,9441	14-06-11	-0,2807%	-1,0224%	-0,6307%
15-06-11	1,5695	2,2675	1,9520	15-06-11	0,2680%	0,8681%	0,4055%
16-06-11	1,5879	2,2755	1,9642	16-06-11	1,1655%	0,3522%	0,6231%
17-06-11	1,6075	2,2691	1,9882	17-06-11	1,2268%	-0,2817%	1,2145%
20-06-11	1,5967	2,2713	1,9833	20-06-11	-0,6741%	0,0969%	-0,2468%
21-06-11	1,6026	2,2803	1,9932	21-06-11	0,3688%	0,3955%	0,4979%
22-06-11	1,5956	2,2907	1,9865	22-06-11	-0,4377%	0,4550%	-0,3367%
23-06-11	1,6068	2,3121	1,9999	23-06-11	0,6995%	0,9299%	0,6723%
24-06-11	1,6183	2,3040	2,0040	24-06-11	0,7132%	-0,3509%	0,2048%
27-06-11	1,6233	2,3109	2,0171	27-06-11	0,3085%	0,2990%	0,6516%
28-06-11	1,6354	2,3211	2,0219	28-06-11	0,7426%	0,4404%	0,2377%
29-06-11	1,6324	2,3303	2,0158	29-06-11	-0,1836%	0,3956%	-0,3022%
30-06-11	1,6302	2,3492	2,0071	30-06-11	-0,1349%	0,8078%	-0,4325%
01-07-11	1,6157	2,3397	2,0062	01-07-11	-0,8934%	-0,4052%	-0,0449%
04-07-11	1,6073	2,3323	1,9878	04-07-11	-0,5213%	-0,3168%	-0,9214%
05-07-11	1,6059	2,3321	1,9872	05-07-11	-0,0871%	-0,0086%	-0,0302%
06-07-11	1,6181	2,3425	1,9913	06-07-11	0,7568%	0,4450%	0,2061%
07-07-11	1,6253	2,3318	2,0031	07-07-11	0,4440%	-0,4578%	0,5908%
08-07-11	1,6278	2,3259	2,0052	08-07-11	0,1537%	-0,2533%	0,1048%
11-07-11	1,6150	2,3063	1,9810	11-07-11	-0,7894%	-0,8463%	-1,2142%
12-07-11	1,6343	2,3060	2,0222	12-07-11	1,1880%	-0,0130%	2,0584%
13-07-11	1,6463	2,2930	2,0625	13-07-11	0,7316%	-0,5653%	1,9733%
14-07-11	1,6419	2,3102	2,0670	14-07-11	-0,2676%	0,7473%	0,2179%
15-07-11	1,6379	2,3272	2,0691	15-07-11	-0,2439%	0,7332%	0,1015%
18-07-11	1,6407	2,3196	2,0691	18-07-11	0,1708%	-0,3271%	0,0000%
19-07-11	1,6564	2,3266	2,0913	19-07-11	0,9524%	0,3013%	1,0672%
20-07-11	1,6493	2,3378	2,0844	20-07-11	-0,4296%	0,4802%	-0,3305%
21-07-11	1,6497	2,3426	2,0874	21-07-11	0,0242%	0,2051%	0,1438%
22-07-11	1,6650	2,3658	2,1085	22-07-11	0,9232%	0,9855%	1,0058%
25-07-11	1,6669	2,4013	2,1188	25-07-11	0,1140%	1,4894%	0,4873%
26-07-11	1,7110	2,4586	2,1835	26-07-11	2,6112%	2,3582%	3,0079%
27-07-11	1,7094	2,4764	2,1851	27-07-11	-0,0936%	0,7214%	0,0733%
28-07-11	1,6869	2,4412	2,1655	28-07-11	-1,3250%	-1,4316%	-0,9010%
29-07-11	1,6702	2,3928	2,1454	29-07-11	-0,9949%	-2,0025%	-0,9325%
01-08-11	1,6733	2,3880	2,1527	01-08-11	0,1854%	-0,2008%	0,3397%
02-08-11	1,6669	2,4029	2,1531	02-08-11	-0,3832%	0,6220%	0,0186%
03-08-11	1,6917	2,3994	2,1837	03-08-11	1,4768%	-0,1458%	1,4112%
04-08-11	1,6974	2,4265	2,1960	04-08-11	0,3364%	1,1231%	0,5617%
05-08-11	1,7074	2,4322	2,1347	05-08-11	0,5874%	0,2346%	-2,8311%
08-08-11	1,7290	2,4487	2,1976	08-08-11	1,2571%	0,6761%	2,9040%
09-08-11	1,7378	2,4844	2,2305	09-08-11	0,5077%	1,4474%	1,4860%
10-08-11	1,7641	2,5139	2,2810	10-08-11	1,5021%	1,1804%	2,2388%

11-08-11	1,7409	2,5013	2,2691	11-08-11	-1,3238%	-0,5025%	-0,5231%
12-08-11	1,7669	2,5093	2,3021	12-08-11	1,4824%	0,3193%	1,4438%
15-08-11	1,7751	2,5265	2,3108	15-08-11	0,4630%	0,6831%	0,3772%
16-08-11	1,7631	2,5219	2,2909	16-08-11	-0,6783%	-0,1822%	-0,8649%
17-08-11	1,7714	2,5470	2,3031	17-08-11	0,4697%	0,9904%	0,5311%
18-08-11	1,7621	2,5434	2,2973	18-08-11	-0,5264%	-0,1414%	-0,2522%
19-08-11	1,7676	2,5439	2,3031	19-08-11	0,3116%	0,0197%	0,2522%
22-08-11	1,7812	2,5525	2,3255	22-08-11	0,7665%	0,3375%	0,9679%
23-08-11	1,7814	2,5666	2,3167	23-08-11	0,0112%	0,5509%	-0,3791%
24-08-11	1,7750	2,5685	2,3133	24-08-11	-0,3599%	0,0740%	-0,1469%
25-08-11	1,7698	2,5565	2,3072	25-08-11	-0,2934%	-0,4683%	-0,2640%
26-08-11	1,7615	2,5438	2,2798	26-08-11	-0,4701%	-0,4980%	-1,1947%
29-08-11	1,7454	2,5186	2,2650	29-08-11	-0,9182%	-0,9956%	-0,6513%
02-09-11	1,7454	2,5186	2,2650	02-09-11	0,0000%	0,0000%	0,0000%
05-09-11	1,7363	2,4726	2,2571	05-09-11	-0,5227%	-1,8433%	-0,3494%
06-09-11	1,7545	2,4793	2,2792	06-09-11	1,0428%	0,2706%	0,9744%
07-09-11	1,7613	2,4921	2,2791	07-09-11	0,3868%	0,5149%	-0,0044%
08-09-11	1,7460	2,4547	2,2572	08-09-11	-0,8725%	-1,5121%	-0,9656%
09-09-11	1,7592	2,4731	2,2712	09-09-11	0,7532%	0,7468%	0,6183%
12-09-11	1,7671	2,4460	2,2717	12-09-11	0,4481%	-1,1018%	0,0220%
13-09-11	1,7839	2,4279	2,3140	13-09-11	0,9462%	-0,7427%	1,8449%
14-09-11	1,7745	2,4188	2,3013	14-09-11	-0,5283%	-0,3755%	-0,5503%
15-09-11	1,7637	2,4128	2,2911	15-09-11	-0,6105%	-0,2484%	-0,4442%
16-09-11	1,7734	2,4440	2,3095	16-09-11	0,5485%	1,2848%	0,7999%
19-09-11	1,7750	2,4481	2,3093	19-09-11	0,0902%	0,1676%	-0,0087%
20-09-11	1,7872	2,4425	2,3237	20-09-11	0,6850%	-0,2290%	0,6216%
21-09-11	1,7893	2,4484	2,3333	21-09-11	0,1174%	0,2413%	0,4123%
22-09-11	1,7893	2,4450	2,3398	22-09-11	0,0000%	-0,1390%	0,2782%
23-09-11	1,8183	2,4524	2,3761	23-09-11	1,6078%	0,3022%	1,5395%
26-09-11	1,8262	2,4646	2,3909	26-09-11	0,4335%	0,4962%	0,6209%
27-09-11	1,8425	2,4822	2,4095	27-09-11	0,8886%	0,7116%	0,7749%
28-09-11	1,8410	2,4911	2,4039	28-09-11	-0,0814%	0,3579%	-0,2327%
29-09-11	1,8375	2,5058	2,3998	29-09-11	-0,1903%	0,5884%	-0,1707%
30-09-11	1,8453	2,5157	2,4050	30-09-11	0,4236%	0,3943%	0,2165%
03-10-11	1,8512	2,5007	2,4054	03-10-11	0,3192%	-0,5980%	0,0166%
04-10-11	1,8568	2,4792	2,4112	04-10-11	0,3020%	-0,8635%	0,2408%
05-10-11	1,8870	2,4874	2,4566	05-10-11	1,6134%	0,3302%	1,8654%
06-10-11	1,8664	2,4870	2,4287	06-10-11	-1,0977%	-0,0161%	-1,1422%
07-10-11	1,8374	2,4501	2,3915	07-10-11	-1,5660%	-1,4948%	-1,5435%
10-10-11	1,8343	2,4654	2,3882	10-10-11	-0,1689%	0,6225%	-0,1381%
11-10-11	1,8266	2,4785	2,3785	11-10-11	-0,4207%	0,5299%	-0,4070%
12-10-11	1,8304	2,4934	2,3833	12-10-11	0,2078%	0,5994%	0,2016%

13-10-11	1,8208	2,5043	2,3702	13-10-11	-0,5259%	0,4362%	-0,5512%
14-10-11	1,8229	2,5076	2,3647	14-10-11	0,1153%	0,1317%	-0,2323%
17-10-11	1,8284	2,5220	2,3700	17-10-11	0,3013%	0,5726%	0,2239%
18-10-11	1,8352	2,5399	2,3701	18-10-11	0,3712%	0,7072%	0,0042%
19-10-11	1,8578	2,5448	2,4164	19-10-11	1,2240%	0,1927%	1,9347%
20-10-11	1,8419	2,5475	2,3941	20-10-11	-0,8595%	0,1060%	-0,9271%
21-10-11	1,8582	2,5585	2,4148	21-10-11	0,8811%	0,4309%	0,8609%
24-10-11	1,8434	2,5388	2,3992	24-10-11	-0,7997%	-0,7730%	-0,6481%
25-10-11	1,8173	2,5195	2,3821	25-10-11	-1,4260%	-0,7631%	-0,7153%
26-10-11	1,7928	2,4961	2,3499	26-10-11	-1,3573%	-0,9331%	-1,3610%
27-10-11	1,7567	2,4473	2,3104	27-10-11	-2,0342%	-1,9744%	-1,6952%
28-10-11	1,7516	2,4555	2,3047	28-10-11	-0,2907%	0,3345%	-0,2470%
31-10-11	1,7516	2,4555	2,3047	31-10-11	0,0000%	0,0000%	0,0000%
01-11-11	1,7458	2,4451	2,2309	01-11-11	-0,3317%	-0,4244%	-3,2545%
02-11-11	1,7862	2,4451	2,2803	02-11-11	2,2878%	0,0000%	2,1902%
03-11-11	1,7714	2,4423	2,2652	03-11-11	-0,8320%	-0,1146%	-0,6644%
04-11-11	1,7681	2,4345	2,2625	04-11-11	-0,1865%	-0,3199%	-0,1193%
10-11-11	1,7442	2,4103	2,2307	10-11-11	-1,3610%	-0,9990%	-1,4155%
11-11-11	1,7787	2,4165	2,2869	11-11-11	1,9587%	0,2569%	2,4882%
14-11-11	1,7701	2,4159	2,2838	14-11-11	-0,4847%	-0,0248%	-0,1356%
15-11-11	1,7715	2,4235	2,2974	15-11-11	0,0791%	0,3141%	0,5937%
16-11-11	1,7829	2,4163	2,3111	16-11-11	0,6415%	-0,2975%	0,5946%
17-11-11	1,7935	2,4216	2,3270	17-11-11	0,5928%	0,2191%	0,6856%
18-11-11	1,8020	2,4279	2,3372	18-11-11	0,4728%	0,2598%	0,4374%
21-11-11	1,8072	2,4469	2,3513	21-11-11	0,2882%	0,7795%	0,6015%
22-11-11	1,8336	2,4667	2,3813	22-11-11	1,4503%	0,8059%	1,2678%
23-11-11	1,8329	2,4817	2,3782	23-11-11	-0,0382%	0,6063%	-0,1303%
24-11-11	1,8551	2,4874	2,4001	24-11-11	1,2039%	0,2294%	0,9167%
25-11-11	1,8548	2,4820	2,4011	25-11-11	-0,0162%	-0,2173%	0,0417%
28-11-11	1,8752	2,4857	2,4159	28-11-11	1,0938%	0,1490%	0,6145%
29-11-11	1,8548	2,4777	2,3823	29-11-11	-1,0938%	-0,3224%	-1,4005%
30-11-11	1,8439	2,4634	2,3654	30-11-11	-0,5894%	-0,5788%	-0,7119%
01-12-11	1,8409	2,4518	2,3567	01-12-11	-0,1628%	-0,4720%	-0,3685%
02-12-11	1,8243	2,4584	2,3442	02-12-11	-0,9058%	0,2688%	-0,5318%
05-12-11	1,8142	2,4480	2,3253	05-12-11	-0,5552%	-0,4239%	-0,8095%
06-12-11	1,8214	2,4480	2,3314	06-12-11	0,3961%	0,0000%	0,2620%
07-12-11	1,8297	2,4496	2,3493	07-12-11	0,4547%	0,0653%	0,7648%
08-12-11	1,8225	2,4429	2,3414	08-12-11	-0,3943%	-0,2739%	-0,3368%
09-12-11	1,8224	2,4435	2,3499	09-12-11	-0,0055%	0,0246%	0,3624%
12-12-11	1,8391	2,4587	2,3630	12-12-11	0,9122%	0,6201%	0,5559%
13-12-11	1,8480	2,4530	2,3711	13-12-11	0,4828%	-0,2321%	0,3422%
14-12-11	1,8588	2,4528	2,3849	14-12-11	0,5827%	-0,0082%	0,5803%

15-12-11	1,8726	2,4371	2,3959	15-12-11	0,7397%	-0,6421%	0,4602%
16-12-11	1,8694	2,4315	2,3959	16-12-11	-0,1710%	-0,2300%	0,0000%
19-12-11	1,8695	2,4374	2,3958	19-12-11	0,0053%	0,2424%	-0,0042%
20-12-11	1,8797	2,4482	2,4088	20-12-11	0,5441%	0,4421%	0,5411%
21-12-11	1,8893	2,4672	2,4199	21-12-11	0,5094%	0,7731%	0,4598%
22-12-11	1,8699	2,4522	2,3990	22-12-11	-1,0321%	-0,6098%	-0,8674%
23-12-11	1,8779	2,4555	2,4006	23-12-11	0,4269%	0,1345%	0,0667%
26-12-11	1,8809	2,4583	2,4055	26-12-11	0,1596%	0,1140%	0,2039%
27-12-11	1,8833	2,4613	2,4116	27-12-11	0,1275%	0,1220%	0,2533%
28-12-11	1,8847	2,4633	2,4158	28-12-11	0,0743%	0,0812%	0,1740%
29-12-11	1,8897	2,4702	2,4278	29-12-11	0,2649%	0,2797%	0,4955%
30-12-11	1,9065	2,4592	2,4465	30-12-11	0,8851%	-0,4463%	0,7673%
02-01-12	1,8889	2,4438	2,4340	02-01-12	-0,9274%	-0,6282%	-0,5122%
03-01-12	1,8768	2,4302	2,4354	03-01-12	-0,6426%	-0,5581%	0,0575%
04-01-12	1,8777	2,4442	2,4422	04-01-12	0,0479%	0,5744%	0,2788%
05-01-12	1,8619	2,4227	2,4239	05-01-12	-0,8450%	-0,8835%	-0,7521%
06-01-12	1,8736	2,4094	2,4343	06-01-12	0,6264%	-0,5505%	0,4281%
09-01-12	1,8696	2,3916	2,4197	09-01-12	-0,2137%	-0,7415%	-0,6016%
10-01-12	1,8628	2,3767	2,4190	10-01-12	-0,3644%	-0,6250%	-0,0289%
11-01-12	1,8624	2,3816	2,4187	11-01-12	-0,0215%	0,2060%	-0,0124%
12-01-12	1,8538	2,3609	2,4046	12-01-12	-0,4628%	-0,8730%	-0,5847%
13-01-12	1,8380	2,3420	2,3857	13-01-12	-0,8560%	-0,8038%	-0,7891%
16-01-12	1,8427	2,3611	2,3978	16-01-12	0,2554%	0,8122%	0,5059%
17-01-12	1,8447	2,3372	2,3985	17-01-12	0,1085%	-1,0174%	0,0292%
18-01-12	1,8313	2,3402	2,3827	18-01-12	-0,7291%	0,1283%	-0,6609%
19-01-12	1,8306	2,3431	2,3806	19-01-12	-0,0382%	0,1238%	-0,0882%
20-01-12	1,8226	2,3501	2,3697	20-01-12	-0,4380%	0,2983%	-0,4589%
23-01-12	1,8209	2,3523	2,3549	23-01-12	-0,0933%	0,0936%	-0,6265%
24-01-12	1,8203	2,3600	2,3609	24-01-12	-0,0330%	0,3268%	0,2545%
25-01-12	1,8152	2,3627	2,3435	25-01-12	-0,2806%	0,1143%	-0,7397%
26-01-12	1,8167	2,3596	2,3225	26-01-12	0,0826%	-0,1313%	-0,9001%
27-01-12	1,7885	2,3508	2,3009	27-01-12	-1,5644%	-0,3736%	-0,9344%
30-01-12	1,7757	2,3314	2,3020	30-01-12	-0,7183%	-0,8287%	0,0478%
31-01-12	1,7819	2,3396	2,3194	31-01-12	0,3485%	0,3511%	0,7530%
01-02-12	1,7640	2,3260	2,3064	01-02-12	-1,0096%	-0,5830%	-0,5621%
02-02-12	1,7596	2,3099	2,3078	02-02-12	-0,2497%	-0,6946%	0,0607%
03-02-12	1,7531	2,3015	2,2990	03-02-12	-0,3701%	-0,3643%	-0,3820%
06-02-12	1,7457	2,2989	2,2863	06-02-12	-0,4230%	-0,1130%	-0,5539%
07-02-12	1,7557	2,2922	2,2869	07-02-12	0,5712%	-0,2919%	0,0262%
08-02-12	1,7485	2,2954	2,2739	08-02-12	-0,4109%	0,1395%	-0,5701%
09-02-12	1,7379	2,3062	2,2537	09-02-12	-0,6081%	0,4694%	-0,8923%
10-02-12	1,7447	2,3164	2,2561	10-02-12	0,3905%	0,4413%	0,1064%

13-02-12	1,7541	2,3216	2,2537	13-02-12	0,5373%	0,2242%	-0,1064%
14-02-12	1,7476	2,3173	2,2457	14-02-12	-0,3712%	-0,1854%	-0,3556%
15-02-12	1,7601	2,3205	2,2510	15-02-12	0,7127%	0,1380%	0,2357%
16-02-12	1,7519	2,3042	2,2272	16-02-12	-0,4670%	-0,7049%	-1,0629%
17-02-12	1,7676	2,2977	2,2397	17-02-12	0,8922%	-0,2825%	0,5597%
20-02-12	1,7505	2,3017	2,2080	20-02-12	-0,9721%	0,1739%	-1,4255%
21-02-12	1,7340	2,2955	2,1768	21-02-12	-0,9471%	-0,2697%	-1,4231%
22-02-12	1,7393	2,3018	2,1772	22-02-12	0,3052%	0,2741%	0,0184%
23-02-12	1,7424	2,3061	2,1678	23-02-12	0,1781%	0,1866%	-0,4327%
24-02-12	1,7508	2,3289	2,1807	24-02-12	0,4809%	0,9838%	0,5933%
27-02-12	1,7533	2,3493	2,1728	27-02-12	0,1427%	0,8721%	-0,3629%
28-02-12	1,7636	2,3653	2,1825	28-02-12	0,5857%	0,6787%	0,4454%
29-02-12	1,7485	2,3503	2,1660	29-02-12	-0,8599%	-0,6362%	-0,7589%
01-03-12	1,7375	2,3378	2,1550	01-03-12	-0,6311%	-0,5333%	-0,5091%
02-03-12	1,7438	2,3241	2,1476	02-03-12	0,3619%	-0,5877%	-0,3440%
05-03-12	1,7537	2,3228	2,1466	05-03-12	0,5661%	-0,0560%	-0,0466%
06-03-12	1,7635	2,3270	2,1655	06-03-12	0,5573%	0,1807%	0,8766%
07-03-12	1,7762	2,3368	2,1863	07-03-12	0,7176%	0,4203%	0,9559%
08-03-12	1,7784	2,3363	2,1981	08-03-12	0,1238%	-0,0214%	0,5383%
09-03-12	1,7660	2,3349	2,1620	09-03-12	-0,6997%	-0,0599%	-1,6560%
12-03-12	1,7735	2,3441	2,1639	12-03-12	0,4238%	0,3932%	0,0878%
13-03-12	1,7875	2,3446	2,1705	13-03-12	0,7863%	0,0213%	0,3045%
14-03-12	1,7829	2,3375	2,1526	14-03-12	-0,2577%	-0,3033%	-0,8281%
15-03-12	1,7849	2,3309	2,1342	15-03-12	0,1121%	-0,2828%	-0,8585%
16-03-12	1,7954	2,3434	2,1446	16-03-12	0,5865%	0,5348%	0,4861%
19-03-12	1,7900	2,3416	2,1335	19-03-12	-0,3012%	-0,0768%	-0,5189%
20-03-12	1,7971	2,3647	2,1567	20-03-12	0,3959%	0,9817%	1,0815%
21-03-12	1,8075	2,3862	2,1548	21-03-12	0,5770%	0,9051%	-0,0881%
22-03-12	1,8054	2,3918	2,1473	22-03-12	-0,1163%	0,2344%	-0,3487%
23-03-12	1,8018	2,3710	2,1682	23-03-12	-0,1996%	-0,8734%	0,9686%
26-03-12	1,7918	2,3736	2,1651	26-03-12	-0,5565%	0,1096%	-0,1431%
27-03-12	1,7859	2,3651	2,1529	27-03-12	-0,3298%	-0,3587%	-0,5651%
28-03-12	1,7762	2,3715	2,1396	28-03-12	-0,5446%	0,2702%	-0,6197%
29-03-12	1,7738	2,3685	2,1354	29-03-12	-0,1352%	-0,1266%	-0,1965%
30-03-12	1,7717	2,3554	2,1482	30-03-12	-0,1185%	-0,5546%	0,5976%
02-04-12	1,7729	2,3664	2,1567	02-04-12	0,0677%	0,4659%	0,3949%
03-04-12	1,7723	2,3654	2,1375	03-04-12	-0,0338%	-0,0423%	-0,8942%
04-04-12	1,7694	2,3591	2,1519	04-04-12	-0,1638%	-0,2667%	0,6714%
05-04-12	1,7816	2,3457	2,1570	05-04-12	0,6871%	-0,5696%	0,2367%
06-04-12	1,7864	2,3393	2,1724	06-04-12	0,2691%	-0,2732%	0,7114%
09-04-12	1,7837	2,3317	2,1634	09-04-12	-0,1513%	-0,3254%	-0,4151%
10-04-12	1,7887	2,3387	2,1954	10-04-12	0,2799%	0,2998%	1,4683%

11-04-12	1,7921	2,3458	2,2039	11-04-12	0,1899%	0,3031%	0,3864%
12-04-12	1,7981	2,3602	2,2218	12-04-12	0,3342%	0,6120%	0,8089%
13-04-12	1,7916	2,3532	2,2073	13-04-12	-0,3621%	-0,2970%	-0,6548%
16-04-12	1,7832	2,3467	2,1985	16-04-12	-0,4700%	-0,2766%	-0,3995%
17-04-12	1,7925	2,3343	2,2176	17-04-12	0,5202%	-0,5298%	0,8650%
18-04-12	1,7824	2,3426	2,2073	18-04-12	-0,5651%	0,3549%	-0,4655%
19-04-12	1,7827	2,3335	2,1861	19-04-12	0,0168%	-0,3892%	-0,9651%
20-04-12	1,7800	2,3353	2,1777	20-04-12	-0,1516%	0,0771%	-0,3850%
24-04-12	1,7829	2,3486	2,1779	24-04-12	0,1628%	0,5679%	0,0092%
25-04-12	1,7798	2,3433	2,1894	25-04-12	-0,1740%	-0,2259%	0,5266%
26-04-12	1,7661	2,3338	2,1701	26-04-12	-0,7727%	-0,4062%	-0,8854%
27-04-12	1,7569	2,3235	2,1652	27-04-12	-0,5223%	-0,4423%	-0,2261%
30-04-12	1,7535	2,3173	2,1699	30-04-12	-0,1937%	-0,2672%	0,2168%
02-05-12	1,7489	2,3132	2,1782	02-05-12	-0,2627%	-0,1771%	0,3818%
03-05-12	1,7515	2,3055	2,1768	03-05-12	0,1486%	-0,3334%	-0,0643%
04-05-12	1,7511	2,3007	2,1759	04-05-12	-0,0228%	-0,2084%	-0,0414%
07-05-12	1,7483	2,2961	2,1764	07-05-12	-0,1600%	-0,2001%	0,0230%
08-05-12	1,7567	2,2880	2,1961	08-05-12	0,4793%	-0,3534%	0,9011%
09-05-12	1,7555	2,2857	2,1953	09-05-12	-0,0683%	-0,1006%	-0,0364%
10-05-12	1,7800	2,3087	2,2304	10-05-12	1,3860%	1,0012%	1,5862%
11-05-12	1,7788	2,3036	2,2283	11-05-12	-0,0674%	-0,2211%	-0,0942%
14-05-12	1,7797	2,3024	2,2234	14-05-12	0,0506%	-0,0521%	-0,2201%
15-05-12	1,7985	2,3150	2,2447	15-05-12	1,0508%	0,5458%	0,9534%
16-05-12	1,7970	2,3094	2,2445	16-05-12	-0,0834%	-0,2422%	-0,0089%
17-05-12	1,8169	2,3117	2,2548	17-05-12	1,1013%	0,0995%	0,4578%
18-05-12	1,8160	2,3062	2,2577	18-05-12	-0,0495%	-0,2382%	0,1285%
21-05-12	1,8236	2,3158	2,2947	21-05-12	0,4176%	0,4154%	1,6256%
22-05-12	1,8207	2,3249	2,2910	22-05-12	-0,1592%	0,3922%	-0,1614%
23-05-12	1,8170	2,3205	2,2756	23-05-12	-0,2034%	-0,1894%	-0,6745%
24-05-12	1,8387	2,3264	2,3108	24-05-12	1,1872%	0,2539%	1,5350%
25-05-12	1,8390	2,3112	2,3118	25-05-12	0,0163%	-0,6555%	0,0433%
28-05-12	1,8319	2,3028	2,2980	28-05-12	-0,3868%	-0,3641%	-0,5987%
29-05-12	1,8256	2,2962	2,2959	29-05-12	-0,3445%	-0,2870%	-0,0914%
30-05-12	1,8269	2,2918	2,2929	30-05-12	0,0712%	-0,1918%	-0,1308%
31-05-12	1,8307	2,2794	2,3079	31-05-12	0,2078%	-0,5425%	0,6521%
01-06-12	1,8404	2,2840	2,3309	01-06-12	0,5285%	0,2016%	0,9916%
04-06-12	1,8589	2,2926	2,3716	04-06-12	1,0002%	0,3758%	1,7310%
05-06-12	1,8430	2,2904	2,3556	05-06-12	-0,8590%	-0,0960%	-0,6769%
06-06-12	1,8419	2,2897	2,3503	06-06-12	-0,0597%	-0,0306%	-0,2252%
07-06-12	1,8311	2,2894	2,3096	07-06-12	-0,5881%	-0,0131%	-1,7469%
08-06-12	1,8193	2,2880	2,2872	08-06-12	-0,6465%	-0,0612%	-0,9746%
11-06-12	1,8269	2,2774	2,3002	11-06-12	0,4169%	-0,4644%	0,5668%

12-06-12	1,8083	2,2746	2,2705	12-06-12	-1,0233%	-0,1230%	-1,2996%
13-06-12	1,8198	2,2753	2,2825	13-06-12	0,6339%	0,0308%	0,5271%
14-06-12	1,8164	2,2767	2,2773	14-06-12	-0,1870%	0,0615%	-0,2281%
15-06-12	1,8141	2,2804	2,2826	15-06-12	-0,1267%	0,1624%	0,2325%
18-06-12	1,8066	2,2805	2,2882	18-06-12	-0,4143%	0,0044%	0,2450%
19-06-12	1,8015	2,2782	2,2728	19-06-12	-0,2827%	-0,1009%	-0,6753%
20-06-12	1,7977	2,2672	2,2747	20-06-12	-0,2112%	-0,4840%	0,0836%
21-06-12	1,7845	2,2654	2,2561	21-06-12	-0,7370%	-0,0794%	-0,8211%
22-06-12	1,7895	2,2680	2,2370	22-06-12	0,2798%	0,1147%	-0,8502%
25-06-12	1,7978	2,2550	2,2340	25-06-12	0,4627%	-0,5748%	-0,1342%
26-06-12	1,8123	2,2633	2,2635	26-06-12	0,8033%	0,3674%	1,3119%
27-06-12	1,8111	2,2631	2,2767	27-06-12	-0,0662%	-0,0088%	0,5815%
28-06-12	1,8011	2,2496	2,2581	28-06-12	-0,5537%	-0,5983%	-0,8203%
29-06-12	1,8153	2,2590	2,2827	29-06-12	0,7853%	0,4170%	1,0835%
02-07-12	1,8065	2,2742	2,2678	02-07-12	-0,4859%	0,6706%	-0,6549%
03-07-12	1,7992	2,2713	2,2545	03-07-12	-0,4049%	-0,1276%	-0,5882%
04-07-12	1,7925	2,2554	2,2418	04-07-12	-0,3731%	-0,7025%	-0,5649%
05-07-12	1,7933	2,2552	2,2431	05-07-12	0,0446%	-0,0089%	0,0580%
06-07-12	1,8008	2,2504	2,2554	06-07-12	0,4174%	-0,2131%	0,5469%
09-07-12	1,8095	2,2401	2,2622	09-07-12	0,4820%	-0,4587%	0,3010%
10-07-12	1,8134	2,2297	2,2743	10-07-12	0,2153%	-0,4653%	0,5335%
11-07-12	1,8106	2,2276	2,2772	11-07-12	-0,1545%	-0,0942%	0,1274%
12-07-12	1,8012	2,2106	2,2681	12-07-12	-0,5205%	-0,7661%	-0,4004%
13-07-12	1,8077	2,2060	2,2746	13-07-12	0,3602%	-0,2083%	0,2862%
16-07-12	1,8097	2,2069	2,2789	16-07-12	0,1106%	0,0408%	0,1889%
17-07-12	1,8048	2,2024	2,2803	17-07-12	-0,2711%	-0,2041%	0,0614%
18-07-12	1,8003	2,2126	2,2737	18-07-12	-0,2496%	0,4621%	-0,2899%
19-07-12	1,7997	2,2058	2,2735	19-07-12	-0,0333%	-0,3078%	-0,0088%
20-07-12	1,7939	2,2057	2,2788	20-07-12	-0,3228%	-0,0045%	0,2328%
23-07-12	1,7967	2,1998	2,2828	23-07-12	0,1560%	-0,2678%	0,1754%
24-07-12	1,8101	2,1916	2,3128	24-07-12	0,7430%	-0,3735%	1,3056%
25-07-12	1,8162	2,1980	2,3181	25-07-12	0,3364%	0,2916%	0,2289%
26-07-12	1,8161	2,2028	2,3171	26-07-12	-0,0055%	0,2181%	-0,0431%
27-07-12	1,8142	2,2110	2,3175	27-07-12	-0,1047%	0,3716%	0,0173%
30-07-12	1,8100	2,2227	2,3107	30-07-12	-0,2318%	0,5278%	-0,2939%
31-07-12	1,8011	2,2087	2,2981	31-07-12	-0,4929%	-0,6319%	-0,5468%
01-08-12	1,7864	2,1929	2,2795	01-08-12	-0,8195%	-0,7179%	-0,8127%
02-08-12	1,7856	2,1988	2,2803	02-08-12	-0,0448%	0,2687%	0,0351%
03-08-12	1,7896	2,1979	2,2809	03-08-12	0,2238%	-0,0409%	0,0263%
06-08-12	1,7795	2,1778	2,2687	06-08-12	-0,5660%	-0,9187%	-0,5363%
07-08-12	1,7708	2,1893	2,2563	07-08-12	-0,4901%	0,5267%	-0,5481%
08-08-12	1,7733	2,2022	2,2582	08-08-12	0,1411%	0,5875%	0,0842%

09-08-12	1,7808	2,2015	2,2690	09-08-12	0,4220%	-0,0318%	0,4771%
10-08-12	1,7758	2,1892	2,2589	10-08-12	-0,2812%	-0,5603%	-0,4461%
13-08-12	1,7812	2,1856	2,2668	13-08-12	0,3036%	-0,1646%	0,3491%
14-08-12	1,7820	2,1956	2,2727	14-08-12	0,0449%	0,4565%	0,2599%
15-08-12	1,7860	2,2085	2,2688	15-08-12	0,2242%	0,5858%	-0,1717%
16-08-12	1,7933	2,2075	2,2677	16-08-12	0,4079%	-0,0453%	-0,0485%
17-08-12	1,7896	2,1972	2,2543	17-08-12	-0,2065%	-0,4677%	-0,5927%
22-08-12	1,7900	2,2129	2,2495	22-08-12	0,0223%	0,7120%	-0,2132%
23-08-12	1,7868	2,2265	2,2496	23-08-12	-0,1789%	0,6127%	0,0044%
24-08-12	1,7844	2,2407	2,2667	24-08-12	-0,1344%	0,6357%	0,7573%
27-08-12	1,7903	2,2423	2,2745	27-08-12	0,3301%	0,0714%	0,3435%
28-08-12	1,7916	2,2436	2,2720	28-08-12	0,0726%	0,0580%	-0,1100%
29-08-12	1,7928	2,2473	2,2770	29-08-12	0,0670%	0,1648%	0,2198%
31-08-12	1,8070	2,2683	2,2955	31-08-12	0,7889%	0,9301%	0,8092%
03-09-12	1,8111	2,2750	2,3025	03-09-12	0,2266%	0,2949%	0,3045%
04-09-12	1,8119	2,2780	2,3088	04-09-12	0,0442%	0,1318%	0,2732%
05-09-12	1,8092	2,2792	2,3027	05-09-12	-0,1491%	0,0527%	-0,2646%
06-09-12	1,8152	2,2763	2,3108	06-09-12	0,3311%	-0,1273%	0,3511%
07-09-12	1,8097	2,2833	2,3012	07-09-12	-0,3035%	0,3070%	-0,4163%
10-09-12	1,7981	2,2826	2,2750	10-09-12	-0,6431%	-0,0307%	-1,1451%
11-09-12	1,7921	2,2911	2,2851	11-09-12	-0,3342%	0,3717%	0,4430%
12-09-12	1,7949	2,2968	2,2948	12-09-12	0,1561%	0,2485%	0,4236%
13-09-12	1,7932	2,3126	2,2994	13-09-12	-0,0948%	0,6856%	0,2003%
14-09-12	1,8011	2,3256	2,3146	14-09-12	0,4396%	0,5606%	0,6589%
17-09-12	1,7862	2,3332	2,2880	17-09-12	-0,8307%	0,3263%	-1,1559%
18-09-12	1,7888	2,3442	2,2780	18-09-12	0,1455%	0,4703%	-0,4380%
19-09-12	1,7933	2,3440	2,2762	19-09-12	0,2512%	-0,0085%	-0,0790%
20-09-12	1,7838	2,3248	2,2554	20-09-12	-0,5312%	-0,8225%	-0,9180%
21-09-12	1,7928	2,3229	2,2885	21-09-12	0,5033%	-0,0818%	1,4569%
24-09-12	1,7866	2,3213	2,2808	24-09-12	-0,3464%	-0,0689%	-0,3370%
25-09-12	1,7915	2,3145	2,2919	25-09-12	0,2739%	-0,2934%	0,4855%
26-09-12	1,7859	2,3074	2,2923	26-09-12	-0,3131%	-0,3072%	0,0175%
27-09-12	1,7852	2,2964	2,2933	27-09-12	-0,0392%	-0,4779%	0,0436%
28-09-12	1,7820	2,2929	2,2897	28-09-12	-0,1794%	-0,1525%	-0,1571%
01-10-12	1,7847	2,3085	2,2954	01-10-12	0,1514%	0,6781%	0,2486%
02-10-12	1,7881	2,3038	2,2892	02-10-12	0,1903%	-0,2038%	-0,2705%
03-10-12	1,7843	2,3041	2,2800	03-10-12	-0,2127%	0,0130%	-0,4027%
04-10-12	1,7845	2,3049	2,2762	04-10-12	0,0112%	0,0347%	-0,1668%
05-10-12	1,7973	2,3268	2,2829	05-10-12	0,7147%	0,9457%	0,2939%
08-10-12	1,7893	2,3279	2,2754	08-10-12	-0,4461%	0,0473%	-0,3291%
09-10-12	1,8011	2,3340	2,2982	09-10-12	0,6573%	0,2617%	0,9970%
10-10-12	1,8062	2,3368	2,3029	10-10-12	0,2828%	0,1199%	0,2043%

11-10-12	1,8082	2,3279	2,3051	11-10-12	0,1107%	-0,3816%	0,0955%
12-10-12	1,8039	2,3263	2,3023	12-10-12	-0,2381%	-0,0688%	-0,1215%
15-10-12	1,7989	2,3333	2,2891	15-10-12	-0,2776%	0,3005%	-0,5750%
16-10-12	1,8008	2,3342	2,2843	16-10-12	0,1056%	0,0386%	-0,2099%
17-10-12	1,8004	2,3425	2,2789	17-10-12	-0,0222%	0,3550%	-0,2367%
18-10-12	1,7927	2,3515	2,2732	18-10-12	-0,4286%	0,3835%	-0,2504%
19-10-12	1,7913	2,3476	2,2569	19-10-12	-0,0781%	-0,1660%	-0,7196%
22-10-12	1,7890	2,3351	2,2526	22-10-12	-0,1285%	-0,5339%	-0,1907%
23-10-12	1,7863	2,3322	2,2350	23-10-12	-0,1510%	-0,1243%	-0,7844%
24-10-12	1,7915	2,3330	2,2399	24-10-12	0,2907%	0,0343%	0,2190%
30-10-12	1,7915	2,3330	2,2399	30-10-12	0,0000%	0,0000%	0,0000%
31-10-12	1,7928	2,3216	2,2527	31-10-12	0,0725%	-0,4898%	0,5698%
01-11-12	1,7853	2,3210	2,2325	01-11-12	-0,4192%	-0,0258%	-0,9007%
02-11-12	1,7842	2,3113	2,2257	02-11-12	-0,0616%	-0,4188%	-0,3051%
05-11-12	1,7819	2,2958	2,2142	05-11-12	-0,1290%	-0,6729%	-0,5180%
06-11-12	1,7802	2,2765	2,2140	06-11-12	-0,0954%	-0,8442%	-0,0090%
07-11-12	1,7682	2,2615	2,2008	07-11-12	-0,6764%	-0,6611%	-0,5980%
08-11-12	1,7681	2,2655	2,2001	08-11-12	-0,0057%	0,1767%	-0,0318%
09-11-12	1,7761	2,2626	2,2190	09-11-12	0,4514%	-0,1281%	0,8554%
12-11-12	1,7808	2,2663	2,2423	12-11-12	0,2643%	0,1634%	1,0445%
13-11-12	1,7883	2,2743	2,2465	13-11-12	0,4203%	0,3524%	0,1871%
14-11-12	1,7968	2,2793	2,2588	14-11-12	0,4742%	0,2196%	0,5460%
15-11-12	1,7936	2,2846	2,2375	15-11-12	-0,1783%	0,2323%	-0,9475%
16-11-12	1,7919	2,2859	2,2059	16-11-12	-0,0948%	0,0569%	-1,4224%
19-11-12	1,7928	2,2838	2,2067	19-11-12	0,0502%	-0,0919%	0,0363%
20-11-12	1,7932	2,2892	2,2047	20-11-12	0,0223%	0,2362%	-0,0907%
21-11-12	1,7908	2,2936	2,1967	21-11-12	-0,1339%	0,1920%	-0,3635%
22-11-12	1,7905	2,2906	2,1728	22-11-12	-0,0168%	-0,1309%	-1,0940%
23-11-12	1,7909	2,3047	2,1630	23-11-12	0,0223%	0,6137%	-0,4521%
26-11-12	1,7902	2,3099	2,1722	26-11-12	-0,0391%	0,2254%	0,4244%
27-11-12	1,7864	2,3160	2,1725	27-11-12	-0,2125%	0,2637%	0,0138%
28-11-12	1,7856	2,3139	2,1700	28-11-12	-0,0448%	-0,0907%	-0,1151%
29-11-12	1,7844	2,3037	2,1764	29-11-12	-0,0672%	-0,4418%	0,2945%
30-11-12	1,7797	2,3108	2,1634	30-11-12	-0,2637%	0,3077%	-0,5991%
03-12-12	1,7774	2,3114	2,1467	03-12-12	-0,1293%	0,0260%	-0,7749%
04-12-12	1,7791	2,3196	2,1611	04-12-12	0,0956%	0,3541%	0,6686%
05-12-12	1,7773	2,3242	2,1641	05-12-12	-0,1012%	0,1981%	0,1387%
06-12-12	1,7764	2,3255	2,1573	06-12-12	-0,0507%	0,0559%	-0,3147%
07-12-12	1,7809	2,3273	2,1574	07-12-12	0,2530%	0,0774%	0,0046%
10-12-12	1,7829	2,3044	2,1596	10-12-12	0,1122%	-0,9888%	0,1019%
11-12-12	1,7828	2,3021	2,1642	11-12-12	-0,0056%	-0,0999%	0,2128%
12-12-12	1,7771	2,3055	2,1516	12-12-12	-0,3202%	0,1476%	-0,5839%

13-12-12	1,7708	2,3064	2,1330	13-12-12	-0,3551%	0,0390%	-0,8682%
14-12-12	1,7706	2,3135	2,1184	14-12-12	-0,0113%	0,3074%	-0,6868%
17-12-12	1,7738	2,3216	2,1145	17-12-12	0,1806%	0,3495%	-0,1843%
18-12-12	1,7747	2,3353	2,1144	18-12-12	0,0507%	0,5884%	-0,0047%
19-12-12	1,7745	2,3381	2,1116	19-12-12	-0,0113%	0,1198%	-0,1325%
20-12-12	1,7721	2,3521	2,0953	20-12-12	-0,1353%	0,5970%	-0,7749%
21-12-12	1,7763	2,3530	2,1093	21-12-12	0,2367%	0,0383%	0,6659%
24-12-12	1,7869	2,3605	2,1209	24-12-12	0,5950%	0,3182%	0,5484%
25-12-12	1,7893	2,3651	2,1151	25-12-12	0,1342%	0,1947%	-0,2738%
26-12-12	1,7877	2,3586	2,1049	26-12-12	-0,0895%	-0,2752%	-0,4834%
27-12-12	1,7848	2,3566	2,0866	27-12-12	-0,1624%	-0,0848%	-0,8732%
28-12-12	1,7829	2,3657	2,0750	28-12-12	-0,1065%	0,3854%	-0,5575%
31-12-12	1,7826	2,3517	2,0656	31-12-12	-0,0168%	-0,5935%	-0,4540%

Ek 2. Tarihi Simülasyon Yöntemi Merkez Bankası Döviz Alış Kurları

Gun	USD (60%)	EUR (31%)	JPY (9%)	Portföy	Zarar	Sıralı Zarar
04-01-11	0,6504%	0,2676%	0,5564%	0,5233%	761.124.456	-2.859.017.726
05-01-11	-0,2003%	0,3446%	-1,1277%	-0,1149%	-167.079.770	-2.443.042.347
06-01-11	-0,2914%	-1,4219%	-0,3944%	-0,6511%	-947.067.339	-2.225.638.069
07-01-11	0,0130%	-0,8929%	-1,0380%	-0,3624%	-527.188.545	-1.907.140.584
10-01-11	1,0973%	0,0941%	0,5731%	0,7391%	1.075.079.525	-1.879.536.869
11-01-11	1,3294%	0,7171%	1,7849%	1,1806%	1.717.256.671	-1.811.969.617
12-01-11	-0,4817%	-0,1817%	-0,3328%	-0,3753%	-545.878.311	-1.772.365.466
13-01-11	-0,5286%	-0,1328%	-0,7101%	-0,4222%	-614.190.088	-1.671.798.246
14-01-11	-0,6723%	0,5714%	-0,4323%	-0,2651%	-385.655.169	-1.644.668.228
17-01-11	-0,5479%	1,1069%	-0,2734%	-0,0102%	-14.828.936	-1.560.655.154
18-01-11	-0,0194%	-0,6879%	0,0645%	-0,2191%	-318.708.434	-1.442.080.692
19-01-11	-1,0567%	-0,2683%	-0,7789%	-0,7873%	-1.145.143.749	-1.329.381.868
20-01-11	0,3735%	0,9342%	0,7471%	0,5809%	844.977.031	-1.324.259.563
21-01-11	1,3903%	1,4779%	1,3434%	1,4133%	2.055.729.240	-1.283.391.228
24-01-11	1,0301%	1,4278%	0,3394%	1,0912%	1.587.226.558	-1.276.652.635
25-01-11	-0,3632%	-0,1224%	-0,4650%	-0,2977%	-433.076.351	-1.261.315.919
26-01-11	-0,5372%	-0,1414%	0,0372%	-0,3628%	-527.761.833	-1.229.126.421
27-01-11	0,6944%	1,2603%	0,9765%	0,8953%	1.302.230.997	-1.224.258.929
28-01-11	0,0894%	0,1026%	-0,7937%	0,0140%	20.368.890	-1.212.216.396
31-01-11	1,0144%	1,1269%	1,4834%	1,0915%	1.587.705.217	-1.207.730.824
01-02-11	0,9979%	0,5802%	1,4096%	0,9055%	1.317.097.286	-1.154.954.354
02-02-11	-1,1069%	-0,5174%	-0,4736%	-0,8671%	-1.261.315.919	-1.154.342.231
03-02-11	-0,6766%	-0,1012%	-0,4655%	-0,4793%	-697.117.050	-1.145.143.749
04-02-11	0,3374%	0,0184%	0,0676%	0,2143%	311.646.022	-1.140.839.195
07-02-11	1,0596%	0,0230%	1,1477%	0,7462%	1.085.441.998	-1.132.188.226
08-02-11	-1,4629%	-1,9156%	-2,3104%	-1,6795%	-2.443.042.347	-1.129.096.555
09-02-11	-0,1529%	0,3333%	0,1261%	0,0229%	33.354.929	-1.126.896.808
10-02-11	0,8105%	0,8610%	0,2520%	0,7759%	1.128.557.089	-1.113.040.339
11-02-11	0,7280%	0,6263%	0,4869%	0,6748%	981.514.521	-1.108.699.432
14-02-11	-0,1634%	-0,9036%	-1,0838%	-0,4757%	-691.961.481	-1.096.912.232
15-02-11	-0,2896%	-0,7863%	-0,0843%	-0,4251%	-618.296.254	-990.481.619
16-02-11	0,2715%	0,7362%	-0,0211%	0,3892%	566.141.893	-974.953.396
17-02-11	-0,4785%	-0,4562%	-0,6222%	-0,4845%	-704.779.376	-970.013.581
18-02-11	-0,6643%	-0,4209%	-0,4988%	-0,5739%	-834.817.048	-964.501.316
21-02-11	0,1847%	0,3099%	0,3840%	0,2415%	351.216.031	-963.474.454
22-02-11	0,0636%	0,7959%	0,3825%	0,3193%	464.433.475	-956.530.859
23-02-11	1,2261%	0,7524%	1,3654%	1,0918%	1.588.117.789	-951.326.621
24-02-11	-0,4832%	0,3135%	-0,1618%	-0,2073%	-301.585.224	-951.104.307

25-02-11	0,9523%	1,2868%	2,0970%	1,1590%	1.685.839.519	-947.067.339
28-02-11	-0,6434%	-0,4174%	-0,7171%	-0,5800%	-843.653.496	-899.178.483
01-03-11	0,1446%	0,3554%	0,2837%	0,2225%	323.604.361	-878.096.886
02-03-11	0,3265%	0,3223%	-0,0514%	0,2912%	423.546.000	-873.098.231
03-03-11	0,7009%	0,5521%	0,8853%	0,6714%	976.546.016	-871.464.190
04-03-11	-0,3169%	0,0225%	-0,1837%	-0,1997%	-290.496.688	-871.253.981
07-03-11	-0,7606%	0,0765%	-1,6765%	-0,5835%	-848.752.139	-866.005.366
08-03-11	0,1445%	0,4406%	0,7797%	0,2935%	426.865.003	-861.760.317
09-03-11	-0,5457%	-1,1952%	-1,0626%	-0,7936%	-1.154.342.231	-861.468.954
10-03-11	-0,3469%	-0,4938%	-0,6673%	-0,4213%	-612.797.757	-857.831.631
11-03-11	-0,2595%	-0,7740%	-0,4461%	-0,4358%	-633.905.035	-855.364.872
14-03-11	0,1713%	-0,1101%	0,7803%	0,1389%	202.017.143	-850.556.127
15-03-11	-0,3611%	0,7809%	0,2563%	0,0485%	70.561.273	-849.541.149
16-03-11	0,1589%	-0,2233%	0,9496%	0,1116%	162.326.599	-848.752.139
17-03-11	0,0508%	0,4614%	0,7391%	0,2400%	349.136.135	-843.653.496
18-03-11	0,1650%	0,5366%	2,6783%	0,5064%	736.545.724	-841.278.362
21-03-11	-0,1964%	0,5428%	-3,4429%	-0,2594%	-377.346.547	-841.239.369
22-03-11	-0,4062%	0,0405%	-0,1553%	-0,2451%	-356.553.502	-834.817.048
23-03-11	-0,4269%	0,0180%	-0,2488%	-0,2730%	-397.074.952	-819.919.574
24-03-11	-0,5312%	-0,9891%	-0,3585%	-0,6576%	-956.530.859	-802.485.995
25-03-11	-0,4697%	-0,8128%	-0,4954%	-0,5784%	-841.278.362	-788.780.720
28-03-11	-0,2392%	-0,0046%	-0,5188%	-0,1916%	-278.726.267	-785.612.670
29-03-11	0,3369%	-0,3617%	-0,3688%	0,0569%	82.695.513	-784.836.100
30-03-11	0,4133%	0,7628%	0,1639%	0,4992%	726.117.985	-784.550.108
31-03-11	-0,4245%	-0,5153%	-1,8213%	-0,5783%	-841.239.369	-783.684.974
01-04-11	-0,7750%	0,0275%	-0,4409%	-0,4962%	-721.741.363	-779.495.117
04-04-11	-0,0195%	-0,3804%	-1,0801%	-0,2268%	-329.956.600	-757.317.257
05-04-11	-0,5273%	-0,0276%	-0,9009%	-0,4060%	-590.620.204	-755.537.970
06-04-11	-0,0393%	-0,3359%	-0,3801%	-0,1619%	-235.501.185	-752.583.649
07-04-11	-0,7595%	0,0416%	-1,7365%	-0,5991%	-871.464.190	-744.349.693
08-04-11	-0,4750%	-0,5584%	-0,5122%	-0,5042%	-733.426.621	-735.043.682
11-04-11	-0,8618%	0,0093%	-0,9560%	-0,6002%	-873.098.231	-733.426.621
12-04-11	0,6553%	0,9513%	1,3537%	0,8099%	1.178.079.933	-725.093.540
13-04-11	0,3853%	0,3631%	0,8791%	0,4229%	615.110.989	-722.300.225
14-04-11	-0,2382%	0,1466%	0,0000%	-0,0975%	-141.834.889	-721.741.363
15-04-11	0,4710%	0,0229%	1,4636%	0,4214%	612.964.488	-716.963.928
18-04-11	-0,1783%	-0,0183%	-0,1652%	-0,1275%	-185.451.391	-716.429.168
19-04-11	0,3043%	-0,7180%	0,7721%	0,0295%	42.860.223	-714.412.457
20-04-11	0,6990%	0,3731%	1,0398%	0,6286%	914.396.620	-704.779.376
21-04-11	-0,9626%	0,5461%	-1,2349%	-0,5194%	-755.537.970	-701.056.262
22-04-11	-0,2909%	0,6435%	0,6745%	0,0856%	124.583.279	-700.744.592
25-04-11	0,1127%	-0,2812%	0,1689%	-0,0043%	-6.290.504	-697.117.050

26-04-11	0,1722%	0,3820%	0,0761%	0,2286%	332.528.813	-696.328.891
27-04-11	0,5488%	0,6252%	0,9401%	0,6077%	883.979.008	-691.961.481
28-04-11	-0,3946%	0,0450%	-0,7913%	-0,2940%	-427.667.691	-683.206.699
29-04-11	-0,3565%	0,7155%	0,0977%	0,0167%	24.276.856	-662.331.669
02-05-11	0,3247%	0,5183%	0,6722%	0,4160%	605.083.279	-659.419.919
03-05-11	-0,0925%	-0,2978%	-0,1992%	-0,1657%	-241.079.688	-633.905.035
04-05-11	0,6611%	0,4325%	1,3273%	0,6502%	945.724.093	-618.296.254
05-05-11	0,5188%	1,0521%	0,3727%	0,6710%	976.018.144	-614.190.088
06-05-11	0,3985%	0,2768%	1,6499%	0,4734%	688.613.239	-612.797.757
09-05-11	-0,0390%	-2,2343%	-0,4227%	-0,7541%	-1.096.912.232	-602.151.429
10-05-11	-0,1497%	-1,0082%	-0,5660%	-0,4533%	-659.419.919	-597.973.038
11-05-11	1,0171%	0,7152%	1,0436%	0,9259%	1.346.799.354	-590.620.204
12-05-11	1,1166%	1,2585%	0,8555%	1,1371%	1.653.958.939	-585.940.583
13-05-11	0,8617%	-0,5637%	0,7396%	0,4088%	594.671.892	-578.986.093
16-05-11	-0,3417%	0,4509%	0,0924%	-0,0570%	-82.846.941	-574.905.341
17-05-11	0,7684%	-0,3600%	0,5232%	0,3965%	576.766.459	-555.253.955
18-05-11	-0,5482%	-0,1739%	-1,5308%	-0,5206%	-757.317.257	-554.906.359
20-05-11	-0,2471%	0,2502%	0,4249%	-0,0325%	-47.226.221	-545.878.311
23-05-11	-0,0445%	0,1604%	-0,7121%	-0,0410%	-59.687.183	-536.295.454
24-05-11	1,6840%	-0,3070%	1,6579%	1,0645%	1.548.356.024	-534.668.203
25-05-11	-0,4187%	0,1473%	-0,6544%	-0,2645%	-384.699.185	-527.761.833
26-05-11	0,2385%	0,0936%	0,0206%	0,1740%	253.032.985	-527.188.545
27-05-11	-0,3506%	0,4274%	-0,1441%	-0,0908%	-132.122.663	-522.624.140
30-05-11	0,5466%	1,0197%	1,5715%	0,7855%	1.142.595.746	-521.864.973
31-05-11	-0,3999%	-0,0746%	-0,1623%	-0,2777%	-403.929.306	-510.790.867
01-06-11	-0,5019%	0,3294%	-1,4176%	-0,3266%	-475.099.039	-500.871.473
02-06-11	-0,2081%	-0,1138%	0,1752%	-0,1444%	-209.986.737	-494.151.698
03-06-11	0,0948%	0,2060%	0,6534%	0,1795%	261.142.455	-491.656.585
06-06-11	-0,4293%	-0,0656%	-0,0971%	-0,2866%	-416.939.674	-486.953.979
07-06-11	-0,3487%	0,5689%	0,1688%	-0,0177%	-25.679.608	-482.544.924
08-06-11	0,1082%	0,3829%	0,0102%	0,1845%	268.408.397	-475.099.039
09-06-11	0,3559%	0,2471%	0,8172%	0,3637%	529.011.851	-469.110.238
10-06-11	-0,3990%	-0,5838%	-0,6485%	-0,4787%	-696.328.891	-467.823.813
13-06-11	-0,1971%	-1,2179%	-0,2397%	-0,5174%	-752.583.649	-463.521.873
14-06-11	-0,2803%	-1,0172%	-0,6287%	-0,5401%	-785.612.670	-453.648.881
15-06-11	0,2683%	0,8719%	0,4064%	0,4679%	680.545.085	-453.397.163
16-06-11	1,1723%	0,3528%	0,6250%	0,8690%	1.264.082.760	-450.917.830
17-06-11	1,2343%	-0,2813%	1,2219%	0,7634%	1.110.404.332	-441.345.941
20-06-11	-0,6719%	0,0970%	-0,2465%	-0,3952%	-574.905.341	-438.748.644
21-06-11	0,3695%	0,3962%	0,4992%	0,3895%	566.518.495	-433.226.595
22-06-11	-0,4368%	0,4561%	-0,3361%	-0,1509%	-219.558.846	-433.076.351
23-06-11	0,7019%	0,9342%	0,6746%	0,7715%	1.122.178.036	-432.884.552

24-06-11	0,7157%	-0,3503%	0,2050%	0,3393%	493.503.546	-427.667.691
27-06-11	0,3090%	0,2995%	0,6537%	0,3371%	490.270.427	-416.939.674
28-06-11	0,7454%	0,4414%	0,2380%	0,6055%	880.730.683	-410.164.709
29-06-11	-0,1834%	0,3964%	-0,3017%	-0,0143%	-20.865.684	-408.852.833
30-06-11	-0,1348%	0,8111%	-0,4316%	0,1317%	191.600.314	-404.968.276
01-07-11	-0,8895%	-0,4044%	-0,0448%	-0,6631%	-964.501.316	-403.929.306
04-07-11	-0,5199%	-0,3163%	-0,9172%	-0,4925%	-716.429.168	-402.482.879
05-07-11	-0,0871%	-0,0086%	-0,0302%	-0,0576%	-83.837.401	-397.074.952
06-07-11	0,7597%	0,4460%	0,2063%	0,6126%	891.129.120	-392.232.373
07-07-11	0,4450%	-0,4568%	0,5926%	0,1787%	259.951.134	-390.873.078
08-07-11	0,1538%	-0,2530%	0,1048%	0,0233%	33.875.613	-385.655.169
11-07-11	-0,7863%	-0,8427%	-1,2069%	-0,8417%	-1.224.258.929	-384.699.185
12-07-11	1,1950%	-0,0130%	2,0798%	0,9002%	1.309.383.551	-379.961.666
13-07-11	0,7343%	-0,5637%	1,9929%	0,4452%	647.515.410	-377.346.547
14-07-11	-0,2673%	0,7501%	0,2182%	0,0918%	133.546.734	-377.100.461
15-07-11	-0,2436%	0,7359%	0,1016%	0,0911%	132.499.107	-376.929.531
18-07-11	0,1710%	-0,3266%	0,0000%	0,0013%	1.938.715	-369.377.804
19-07-11	0,9569%	0,3018%	1,0729%	0,7643%	1.111.684.252	-364.890.953
20-07-11	-0,4286%	0,4814%	-0,3299%	-0,1376%	-200.221.501	-357.894.854
21-07-11	0,0243%	0,2053%	0,1439%	0,0912%	132.592.542	-356.553.502
22-07-11	0,9274%	0,9904%	1,0108%	0,9544%	1.388.331.295	-350.698.616
25-07-11	0,1141%	1,5005%	0,4885%	0,5776%	840.176.590	-340.842.743
26-07-11	2,6456%	2,3862%	3,0536%	2,6019%	3.784.737.658	-332.642.938
27-07-11	-0,0935%	0,7240%	0,0733%	0,1749%	254.442.771	-332.572.761
28-07-11	-1,3163%	-1,4214%	-0,8970%	-1,3111%	-1.907.140.584	-332.333.387
29-07-11	-0,9900%	-1,9826%	-0,9282%	-1,2921%	-1.879.536.869	-329.956.600
01-08-11	0,1856%	-0,2006%	0,3403%	0,0798%	116.077.749	-326.726.214
02-08-11	-0,3825%	0,6240%	0,0186%	-0,0344%	-50.021.698	-322.204.139
03-08-11	1,4878%	-0,1457%	1,4212%	0,9754%	1.418.850.505	-320.213.037
04-08-11	0,3369%	1,1294%	0,5633%	0,6030%	877.098.104	-318.708.434
05-08-11	0,5891%	0,2349%	-2,7914%	0,1751%	254.659.759	-306.634.640
08-08-11	1,2651%	0,6784%	2,9465%	1,2345%	1.795.752.103	-301.585.224
09-08-11	0,5090%	1,4579%	1,4971%	0,8921%	1.297.597.302	-299.384.572
10-08-11	1,5134%	1,1874%	2,2641%	1,4799%	2.152.658.724	-293.630.148
11-08-11	-1,3151%	-0,5012%	-0,5217%	-0,9914%	-1.442.080.692	-290.496.688
12-08-11	1,4935%	0,3198%	1,4543%	1,1261%	1.638.050.995	-290.003.858
15-08-11	0,4641%	0,6855%	0,3779%	0,5250%	763.595.387	-289.417.872
16-08-11	-0,6760%	-0,1821%	-0,8612%	-0,5396%	-784.836.100	-288.658.880
17-08-11	0,4708%	0,9953%	0,5325%	0,6389%	929.371.023	-286.210.158
18-08-11	-0,5250%	-0,1413%	-0,2518%	-0,3815%	-554.906.359	-282.100.299
19-08-11	0,3121%	0,0197%	0,2525%	0,2161%	314.326.827	-278.726.267
22-08-11	0,7694%	0,3381%	0,9726%	0,6540%	951.268.136	-274.714.484

23-08-11	0,0112%	0,5524%	-0,3784%	0,1439%	209.350.001	-274.255.569
24-08-11	-0,3593%	0,0740%	-0,1468%	-0,2058%	-299.384.572	-265.101.519
25-08-11	-0,2930%	-0,4672%	-0,2637%	-0,3443%	-500.871.473	-260.804.121
26-08-11	-0,4690%	-0,4968%	-1,1876%	-0,5423%	-788.780.720	-260.131.142
29-08-11	-0,9140%	-0,9906%	-0,6492%	-0,9139%	-1.329.381.868	-258.658.470
02-09-11	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0	-254.440.329
05-09-11	-0,5214%	-1,8264%	-0,3488%	-0,9104%	-1.324.259.563	-252.793.313
06-09-11	1,0482%	0,2710%	0,9791%	0,8010%	1.165.193.714	-252.754.565
07-09-11	0,3876%	0,5163%	-0,0044%	0,3922%	570.483.192	-245.719.457
08-09-11	-0,8687%	-1,5007%	-0,9609%	-1,0729%	-1.560.655.154	-243.464.551
09-09-11	0,7560%	0,7496%	0,6202%	0,7418%	1.079.015.114	-241.949.465
12-09-11	0,4491%	-1,0958%	0,0220%	-0,0683%	-99.309.417	-241.079.688
13-09-11	0,9507%	-0,7400%	1,8620%	0,5086%	739.826.204	-236.814.910
14-09-11	-0,5269%	-0,3748%	-0,5488%	-0,4817%	-700.744.592	-235.501.185
15-09-11	-0,6086%	-0,2481%	-0,4432%	-0,4820%	-701.056.262	-232.759.100
16-09-11	0,5500%	1,2931%	0,8031%	0,8031%	1.168.224.653	-232.214.645
19-09-11	0,0902%	0,1678%	-0,0087%	0,1054%	153.253.891	-226.701.810
20-09-11	0,6873%	-0,2287%	0,6236%	0,3976%	578.349.541	-219.558.846
21-09-11	0,1175%	0,2416%	0,4131%	0,1826%	265.558.265	-218.815.729
22-09-11	0,0000%	-0,1389%	0,2786%	-0,0180%	-26.148.779	-216.033.657
23-09-11	1,6207%	0,3027%	1,5514%	1,2059%	1.754.088.299	-209.986.737
26-09-11	0,4345%	0,4975%	0,6229%	0,4710%	685.050.187	-205.125.359
27-09-11	0,8926%	0,7141%	0,7779%	0,8269%	1.202.841.806	-202.138.517
28-09-11	-0,0814%	0,3586%	-0,2324%	0,0414%	60.201.872	-200.667.223
29-09-11	-0,1901%	0,5901%	-0,1706%	0,0535%	77.839.094	-200.221.501
30-09-11	0,4245%	0,3951%	0,2167%	0,3967%	576.994.192	-185.451.391
03-10-11	0,3197%	-0,5963%	0,0166%	0,0085%	12.358.774	-184.381.126
04-10-11	0,3025%	-0,8598%	0,2411%	-0,0633%	-92.105.091	-183.035.120
05-10-11	1,6265%	0,3308%	1,8829%	1,2479%	1.815.131.564	-181.279.346
06-10-11	-1,0917%	-0,0161%	-1,1357%	-0,7622%	-1.108.699.432	-180.162.109
07-10-11	-1,5538%	-1,4837%	-1,5317%	-1,5301%	-2.225.638.069	-179.935.989
10-10-11	-0,1687%	0,6245%	-0,1380%	0,0799%	116.272.583	-174.712.619
11-10-11	-0,4198%	0,5314%	-0,4062%	-0,1237%	-179.935.989	-174.028.851
12-10-11	0,2080%	0,6012%	0,2018%	0,3293%	479.065.581	-170.773.741
13-10-11	-0,5245%	0,4372%	-0,5497%	-0,2286%	-332.572.761	-169.100.249
14-10-11	0,1153%	0,1318%	-0,2320%	0,0892%	129.699.647	-168.820.964
17-10-11	0,3017%	0,5743%	0,2241%	0,3792%	551.610.698	-167.079.770
18-10-11	0,3719%	0,7098%	0,0042%	0,4435%	645.182.605	-165.139.103
19-10-11	1,2315%	0,1929%	1,9535%	0,9745%	1.417.505.106	-165.136.971
20-10-11	-0,8559%	0,1061%	-0,9229%	-0,5637%	-819.919.574	-160.534.876
21-10-11	0,8850%	0,4318%	0,8646%	0,7426%	1.080.246.132	-147.703.358
24-10-11	-0,7965%	-0,7700%	-0,6460%	-0,7747%	-1.126.896.808	-141.834.889

25-10-11	-1,4159%	-0,7602%	-0,7127%	-1,1493%	-1.671.798.246	-141.318.599
26-10-11	-1,3482%	-0,9288%	-1,3517%	-1,2185%	-1.772.365.466	-140.887.776
27-10-11	-2,0136%	-1,9550%	-1,6809%	-1,9655%	-2.859.017.726	-134.585.387
28-10-11	-0,2903%	0,3351%	-0,2467%	-0,0925%	-134.585.387	-133.678.119
31-10-11	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0	-132.122.663
01-11-11	-0,3311%	-0,4235%	-3,2022%	-0,6182%	-899.178.483	-120.954.413
02-11-11	2,3141%	0,0000%	2,2144%	1,5878%	2.309.549.947	-119.225.343
03-11-11	-0,8286%	-0,1145%	-0,6622%	-0,5922%	-861.468.954	-109.715.456
04-11-11	-0,1863%	-0,3194%	-0,1192%	-0,2215%	-322.204.139	-106.552.100
10-11-11	-1,3517%	-0,9940%	-1,4055%	-1,2457%	-1.811.969.617	-104.353.879
11-11-11	1,9780%	0,2572%	2,5194%	1,4933%	2.172.105.187	-99.309.417
14-11-11	-0,4835%	-0,0248%	-0,1356%	-0,3100%	-450.917.830	-95.326.735
15-11-11	0,0791%	0,3146%	0,5955%	0,1986%	288.838.554	-95.035.961
16-11-11	0,6435%	-0,2971%	0,5963%	0,3477%	505.738.576	-92.105.091
17-11-11	0,5945%	0,2193%	0,6880%	0,4866%	707.857.728	-83.837.401
18-11-11	0,4739%	0,2602%	0,4383%	0,4045%	588.322.428	-82.846.941
21-11-11	0,2886%	0,7826%	0,6033%	0,4700%	683.705.557	-82.197.399
22-11-11	1,4608%	0,8092%	1,2759%	1,2422%	1.806.851.158	-77.641.270
23-11-11	-0,0382%	0,6081%	-0,1302%	0,1539%	223.845.280	-65.190.004
24-11-11	1,2112%	0,2297%	0,9209%	0,8808%	1.281.197.379	-64.368.628
25-11-11	-0,0162%	-0,2171%	0,0417%	-0,0733%	-106.552.100	-62.593.571
28-11-11	1,0998%	0,1491%	0,6164%	0,7616%	1.107.810.988	-60.108.779
29-11-11	-1,0879%	-0,3218%	-1,3908%	-0,8777%	-1.276.652.635	-59.687.183
30-11-11	-0,5877%	-0,5771%	-0,7094%	-0,5954%	-866.005.366	-50.021.698
01-12-11	-0,1627%	-0,4709%	-0,3678%	-0,2767%	-402.482.879	-47.226.221
02-12-11	-0,9017%	0,2692%	-0,5304%	-0,5053%	-735.043.682	-46.662.691
05-12-11	-0,5536%	-0,4230%	-0,8062%	-0,5359%	-779.495.117	-41.364.039
06-12-11	0,3969%	0,0000%	0,2623%	0,2617%	380.711.794	-41.140.607
07-12-11	0,4557%	0,0654%	0,7678%	0,3628%	527.692.674	-28.766.049
08-12-11	-0,3935%	-0,2735%	-0,3363%	-0,3512%	-510.790.867	-26.148.779
09-12-11	-0,0055%	0,0246%	0,3630%	0,0370%	53.811.801	-25.679.608
12-12-11	0,9164%	0,6221%	0,5575%	0,7928%	1.153.249.713	-22.016.523
13-12-11	0,4839%	-0,2318%	0,3428%	0,2493%	362.691.517	-20.865.684
14-12-11	0,5844%	-0,0082%	0,5820%	0,4005%	582.567.055	-14.828.936
15-12-11	0,7424%	-0,6401%	0,4612%	0,2885%	419.698.035	-8.119.470
16-12-11	-0,1709%	-0,2298%	0,0000%	-0,1738%	-252.754.565	-6.761.897
19-12-11	0,0053%	0,2426%	-0,0042%	0,0781%	113.538.024	-6.290.504
20-12-11	0,5456%	0,4431%	0,5426%	0,5136%	747.012.259	-1.845.217
21-12-11	0,5107%	0,7761%	0,4608%	0,5885%	856.011.276	0
22-12-11	-1,0268%	-0,6080%	-0,8637%	-0,8823%	-1.283.391.228	0
23-12-11	0,4278%	0,1346%	0,0667%	0,3044%	442.803.904	0
26-12-11	0,1598%	0,1140%	0,2041%	0,1496%	217.565.023	1.938.715

27-12-11	0,1276%	0,1220%	0,2536%	0,1372%	199.588.386	3.620.108
28-12-11	0,0743%	0,0813%	0,1742%	0,0855%	124.319.066	7.157.525
29-12-11	0,2653%	0,2801%	0,4967%	0,2907%	422.873.966	7.247.582
30-12-11	0,8890%	-0,4453%	0,7702%	0,4647%	675.940.002	8.436.777
02-01-12	-0,9232%	-0,6262%	-0,5109%	-0,7940%	-1.154.954.354	10.980.431
03-01-12	-0,6406%	-0,5565%	0,0575%	-0,5517%	-802.485.995	12.358.774
04-01-12	0,0480%	0,5761%	0,2792%	0,2325%	338.174.495	14.570.926
05-01-12	-0,8415%	-0,8796%	-0,7493%	-0,8450%	-1.229.126.421	17.292.156
06-01-12	0,6284%	-0,5490%	0,4291%	0,2455%	357.054.772	19.294.996
09-01-12	-0,2135%	-0,7388%	-0,5998%	-0,4111%	-597.973.038	20.368.890
10-01-12	-0,3637%	-0,6230%	-0,0289%	-0,4140%	-602.151.429	23.201.521
11-01-12	-0,0215%	0,2062%	-0,0124%	0,0499%	72.601.718	24.276.856
12-01-12	-0,4618%	-0,8692%	-0,5830%	-0,5990%	-871.253.981	26.893.465
13-01-12	-0,8523%	-0,8005%	-0,7860%	-0,8303%	-1.207.730.824	33.354.929
16-01-12	0,2557%	0,8155%	0,5072%	0,4519%	657.318.636	33.875.613
17-01-12	0,1085%	-1,0122%	0,0292%	-0,2460%	-357.894.854	38.585.868
18-01-12	-0,7264%	0,1284%	-0,6587%	-0,4553%	-662.331.669	39.100.630
19-01-12	-0,0382%	0,1239%	-0,0881%	0,0075%	10.980.431	39.346.854
20-01-12	-0,4370%	0,2987%	-0,4579%	-0,2108%	-306.634.640	42.544.292
23-01-12	-0,0933%	0,0936%	-0,6246%	-0,0832%	-120.954.413	42.860.223
24-01-12	-0,0330%	0,3273%	0,2548%	0,1046%	152.201.925	48.778.693
25-01-12	-0,2802%	0,1144%	-0,7370%	-0,1990%	-289.417.872	50.907.448
26-01-12	0,0826%	-0,1312%	-0,8961%	-0,0717%	-104.353.879	53.811.801
27-01-12	-1,5523%	-0,3729%	-0,9300%	-1,1307%	-1.644.668.228	60.201.872
30-01-12	-0,7157%	-0,8253%	0,0478%	-0,6809%	-990.481.619	70.561.273
31-01-12	0,3492%	0,3517%	0,7559%	0,3866%	562.280.271	70.656.691
01-02-12	-1,0045%	-0,5813%	-0,5605%	-0,8334%	-1.212.216.396	72.601.718
02-02-12	-0,2494%	-0,6922%	0,0607%	-0,3588%	-521.864.973	75.127.320
03-02-12	-0,3694%	-0,3637%	-0,3813%	-0,3687%	-536.295.454	77.839.094
06-02-12	-0,4221%	-0,1130%	-0,5524%	-0,3380%	-491.656.585	78.810.233
07-02-12	0,5728%	-0,2914%	0,0262%	0,2557%	371.961.943	82.122.266
08-02-12	-0,4101%	0,1396%	-0,5685%	-0,2539%	-369.377.804	82.695.513
09-02-12	-0,6062%	0,4705%	-0,8883%	-0,2978%	-433.226.595	86.830.938
10-02-12	0,3913%	0,4423%	0,1065%	0,3815%	554.866.447	88.019.883
13-02-12	0,5388%	0,2245%	-0,1064%	0,3833%	557.517.357	110.006.876
14-02-12	-0,3706%	-0,1852%	-0,3550%	-0,3117%	-453.397.163	113.538.024
15-02-12	0,7153%	0,1381%	0,2360%	0,4932%	717.416.915	114.227.196
16-02-12	-0,4659%	-0,7024%	-1,0573%	-0,5924%	-861.760.317	116.077.749
17-02-12	0,8962%	-0,2821%	0,5612%	0,5008%	728.407.428	116.272.583
20-02-12	-0,9674%	0,1741%	-1,4154%	-0,6539%	-951.104.307	121.686.268
21-02-12	-0,9426%	-0,2694%	-1,4130%	-0,7762%	-1.129.096.555	123.308.937
22-02-12	0,3057%	0,2745%	0,0184%	0,2701%	392.920.121	124.319.066

23-02-12	0,1782%	0,1868%	-0,4317%	0,1260%	183.268.922	124.583.279
24-02-12	0,4821%	0,9887%	0,5951%	0,6493%	944.471.511	128.775.863
27-02-12	0,1428%	0,8760%	-0,3623%	0,3246%	472.182.338	129.699.647
28-02-12	0,5875%	0,6811%	0,4464%	0,6038%	878.257.403	132.499.107
29-02-12	-0,8562%	-0,6342%	-0,7560%	-0,7784%	-1.132.188.226	132.592.542
01-03-12	-0,6291%	-0,5318%	-0,5078%	-0,5880%	-855.364.872	133.546.734
02-03-12	0,3626%	-0,5860%	-0,3434%	0,0050%	7.247.582	133.833.565
05-03-12	0,5677%	-0,0559%	-0,0466%	0,3191%	464.166.395	139.704.645
06-03-12	0,5588%	0,1808%	0,8805%	0,4706%	684.509.296	152.201.925
07-03-12	0,7202%	0,4211%	0,9605%	0,6491%	944.168.805	153.253.891
08-03-12	0,1239%	-0,0214%	0,5397%	0,1163%	169.107.974	161.629.786
09-03-12	-0,6973%	-0,0599%	-1,6423%	-0,5847%	-850.556.127	162.326.599
12-03-12	0,4247%	0,3940%	0,0879%	0,3849%	559.826.655	169.107.974
13-03-12	0,7894%	0,0213%	0,3050%	0,5077%	738.498.948	169.292.788
14-03-12	-0,2573%	-0,3028%	-0,8247%	-0,3225%	-469.110.238	170.983.588
15-03-12	0,1122%	-0,2824%	-0,8548%	-0,0972%	-141.318.599	180.497.124
16-03-12	0,5883%	0,5363%	0,4873%	0,5631%	819.025.709	183.268.922
19-03-12	-0,3008%	-0,0768%	-0,5176%	-0,2509%	-364.890.953	185.459.632
20-03-12	0,3966%	0,9865%	1,0874%	0,6417%	933.370.717	191.600.314
21-03-12	0,5787%	0,9092%	-0,0881%	0,6212%	903.520.384	199.588.386
22-03-12	-0,1162%	0,2347%	-0,3481%	-0,0283%	-41.140.607	202.017.143
23-03-12	-0,1994%	-0,8696%	0,9733%	-0,3016%	-438.748.644	205.363.162
26-03-12	-0,5550%	0,1097%	-0,1430%	-0,3119%	-453.648.881	205.574.386
27-03-12	-0,3293%	-0,3581%	-0,5635%	-0,3593%	-522.624.140	209.350.001
28-03-12	-0,5431%	0,2706%	-0,6178%	-0,2976%	-432.884.552	217.565.023
29-03-12	-0,1351%	-0,1265%	-0,1963%	-0,1380%	-200.667.223	223.845.280
30-03-12	-0,1184%	-0,5531%	0,5994%	-0,1885%	-274.255.569	230.088.823
02-04-12	0,0677%	0,4670%	0,3957%	0,2210%	321.499.090	237.026.822
03-04-12	-0,0338%	-0,0423%	-0,8902%	-0,1135%	-165.136.971	238.021.338
04-04-12	-0,1636%	-0,2663%	0,6737%	-0,1201%	-174.712.619	253.032.985
05-04-12	0,6895%	-0,5680%	0,2370%	0,2589%	376.659.457	253.776.981
06-04-12	0,2694%	-0,2728%	0,7140%	0,1413%	205.574.386	254.442.771
09-04-12	-0,1511%	-0,3249%	-0,4143%	-0,2287%	-332.642.938	254.659.759
10-04-12	0,2803%	0,3002%	1,4792%	0,3944%	573.659.241	254.728.030
11-04-12	0,1901%	0,3036%	0,3872%	0,2430%	353.475.566	256.596.691
12-04-12	0,3348%	0,6139%	0,8122%	0,4643%	675.332.523	258.636.951
13-04-12	-0,3615%	-0,2966%	-0,6526%	-0,3676%	-534.668.203	259.951.134
16-04-12	-0,4689%	-0,2762%	-0,3987%	-0,4028%	-585.940.583	261.142.455
17-04-12	0,5215%	-0,5284%	0,8688%	0,2273%	330.636.708	265.558.265
18-04-12	-0,5635%	0,3556%	-0,4645%	-0,2697%	-392.232.373	268.408.397
19-04-12	0,0168%	-0,3885%	-0,9604%	-0,1968%	-286.210.158	269.870.913
20-04-12	-0,1515%	0,0771%	-0,3842%	-0,1015%	-147.703.358	278.114.407

24-04-12	0,1629%	0,5695%	0,0092%	0,2751%	400.202.164	279.587.761
25-04-12	-0,1739%	-0,2257%	0,5280%	-0,1268%	-184.381.126	282.411.251
26-04-12	-0,7697%	-0,4054%	-0,8815%	-0,6669%	-970.013.581	288.838.554
27-04-12	-0,5209%	-0,4413%	-0,2258%	-0,4697%	-683.206.699	291.507.920
30-04-12	-0,1935%	-0,2668%	0,2171%	-0,1793%	-260.804.121	298.231.665
02-05-12	-0,2623%	-0,1769%	0,3825%	-0,1778%	-258.658.470	304.115.948
03-05-12	0,1487%	-0,3329%	-0,0643%	-0,0198%	-28.766.049	309.757.366
04-05-12	-0,0228%	-0,2082%	-0,0413%	-0,0820%	-119.225.343	311.573.894
07-05-12	-0,1599%	-0,1999%	0,0230%	-0,1559%	-226.701.810	311.646.022
08-05-12	0,4805%	-0,3528%	0,9052%	0,2604%	378.754.143	313.837.444
09-05-12	-0,0683%	-0,1005%	-0,0364%	-0,0754%	-109.715.456	314.326.827
10-05-12	1,3956%	1,0063%	1,5989%	1,2932%	1.881.084.587	321.499.090
11-05-12	-0,0674%	-0,2209%	-0,0942%	-0,1174%	-170.773.741	323.604.361
14-05-12	0,0506%	-0,0521%	-0,2199%	-0,0056%	-8.119.470	327.997.329
15-05-12	1,0564%	0,5473%	0,9580%	0,8897%	1.294.124.073	329.959.988
16-05-12	-0,0834%	-0,2419%	-0,0089%	-0,1258%	-183.035.120	330.636.708
17-05-12	1,1074%	0,0996%	0,4589%	0,7366%	1.071.473.558	331.261.876
18-05-12	-0,0495%	-0,2379%	0,1286%	-0,0919%	-133.678.119	332.528.813
21-05-12	0,4185%	0,4163%	1,6388%	0,5276%	767.499.880	338.174.495
22-05-12	-0,1590%	0,3930%	-0,1612%	0,0119%	17.292.156	340.817.029
23-05-12	-0,2032%	-0,1893%	-0,6722%	-0,2411%	-350.698.616	349.136.135
24-05-12	1,1943%	0,2543%	1,5468%	0,9346%	1.359.461.296	351.216.031
25-05-12	0,0163%	-0,6534%	0,0433%	-0,1889%	-274.714.484	353.475.566
28-05-12	-0,3861%	-0,3634%	-0,5969%	-0,3980%	-578.986.093	357.054.772
29-05-12	-0,3439%	-0,2866%	-0,0914%	-0,3034%	-441.345.941	362.691.517
30-05-12	0,0712%	-0,1916%	-0,1307%	-0,0284%	-41.364.039	365.817.871
31-05-12	0,2080%	-0,5411%	0,6542%	0,0160%	23.201.521	371.136.626
01-06-12	0,5299%	0,2018%	0,9966%	0,4702%	683.895.027	371.961.943
04-06-12	1,0052%	0,3765%	1,7461%	0,8770%	1.275.681.826	376.659.457
05-06-12	-0,8553%	-0,0960%	-0,6747%	-0,6037%	-878.096.886	378.754.143
06-06-12	-0,0597%	-0,0306%	-0,2250%	-0,0655%	-95.326.735	380.711.794
07-06-12	-0,5864%	-0,0131%	-1,7317%	-0,5117%	-744.349.693	392.920.121
08-06-12	-0,6444%	-0,0612%	-0,9699%	-0,4929%	-716.963.928	399.935.711
11-06-12	0,4177%	-0,4633%	0,5684%	0,1582%	230.088.823	400.202.164
12-06-12	-1,0181%	-0,1229%	-1,2912%	-0,7652%	-1.113.040.339	417.399.717
13-06-12	0,6360%	0,0308%	0,5285%	0,4387%	638.100.426	419.698.035
14-06-12	-0,1868%	0,0615%	-0,2278%	-0,1135%	-165.139.103	422.873.966
15-06-12	-0,1266%	0,1625%	0,2327%	-0,0046%	-6.761.897	423.546.000
18-06-12	-0,4134%	0,0044%	0,2453%	-0,2246%	-326.726.214	426.865.003
19-06-12	-0,2823%	-0,1009%	-0,6730%	-0,2612%	-379.961.666	438.374.080
20-06-12	-0,2109%	-0,4828%	0,0836%	-0,2687%	-390.873.078	442.152.833
21-06-12	-0,7343%	-0,0794%	-0,8177%	-0,5388%	-783.684.974	442.803.904

22-06-12	0,2802%	0,1148%	-0,8466%	0,1275%	185.459.632	449.628.803
25-06-12	0,4638%	-0,5732%	-0,1341%	0,0885%	128.775.863	455.796.640
26-06-12	0,8065%	0,3681%	1,3205%	0,7169%	1.042.754.717	464.166.395
27-06-12	-0,0662%	-0,0088%	0,5832%	0,0100%	14.570.926	464.433.475
28-06-12	-0,5522%	-0,5965%	-0,8170%	-0,5897%	-857.831.631	471.615.488
29-06-12	0,7884%	0,4179%	1,0894%	0,7006%	1.019.122.731	472.182.338
02-07-12	-0,4848%	0,6729%	-0,6527%	-0,1410%	-205.125.359	479.065.581
03-07-12	-0,4041%	-0,1275%	-0,5865%	-0,3348%	-486.953.979	490.270.427
04-07-12	-0,3724%	-0,7000%	-0,5633%	-0,4911%	-714.412.457	493.503.546
05-07-12	0,0446%	-0,0089%	0,0580%	0,0292%	42.544.292	505.738.576
06-07-12	0,4182%	-0,2128%	0,5483%	0,2343%	340.817.029	527.692.674
09-07-12	0,4831%	-0,4577%	0,3015%	0,1751%	254.728.030	529.011.851
10-07-12	0,2155%	-0,4643%	0,5349%	0,0335%	48.778.693	551.264.264
11-07-12	-0,1544%	-0,0942%	0,1275%	-0,1104%	-160.534.876	551.610.698
12-07-12	-0,5192%	-0,7632%	-0,3996%	-0,5840%	-849.541.149	554.866.447
13-07-12	0,3609%	-0,2081%	0,2866%	0,1778%	258.636.951	557.517.357
16-07-12	0,1106%	0,0408%	0,1890%	0,0960%	139.704.645	559.826.655
17-07-12	-0,2708%	-0,2039%	0,0614%	-0,2201%	-320.213.037	562.280.271
18-07-12	-0,2493%	0,4631%	-0,2894%	-0,0321%	-46.662.691	566.141.893
19-07-12	-0,0333%	-0,3073%	-0,0088%	-0,1161%	-168.820.964	566.518.495
20-07-12	-0,3223%	-0,0045%	0,2331%	-0,1738%	-252.793.313	570.483.192
23-07-12	0,1561%	-0,2675%	0,1755%	0,0265%	38.585.868	573.659.241
24-07-12	0,7458%	-0,3728%	1,3142%	0,4502%	654.866.457	576.766.459
25-07-12	0,3370%	0,2920%	0,2292%	0,3134%	455.796.640	576.994.192
26-07-12	-0,0055%	0,2184%	-0,0431%	0,0605%	88.019.883	578.349.541
27-07-12	-0,1046%	0,3723%	0,0173%	0,0542%	78.810.233	582.567.055
30-07-12	-0,2315%	0,5292%	-0,2934%	-0,0013%	-1.845.217	585.641.993
31-07-12	-0,4917%	-0,6299%	-0,5453%	-0,5394%	-784.550.108	588.322.428
01-08-12	-0,8162%	-0,7154%	-0,8094%	-0,7843%	-1.140.839.195	594.671.892
02-08-12	-0,0448%	0,2691%	0,0351%	0,0597%	86.830.938	595.613.889
03-08-12	0,2240%	-0,0409%	0,0263%	0,1241%	180.497.124	605.083.279
06-08-12	-0,5644%	-0,9145%	-0,5349%	-0,6703%	-974.953.396	612.964.488
07-08-12	-0,4889%	0,5281%	-0,5466%	-0,1788%	-260.131.142	615.110.989
08-08-12	0,1412%	0,5892%	0,0842%	0,2749%	399.935.711	638.100.426
09-08-12	0,4229%	-0,0318%	0,4783%	0,2870%	417.399.717	645.182.605
10-08-12	-0,2808%	-0,5587%	-0,4451%	-0,3817%	-555.253.955	647.515.410
13-08-12	0,3041%	-0,1644%	0,3497%	0,1630%	237.026.822	654.866.457
14-08-12	0,0449%	0,4575%	0,2603%	0,1922%	279.587.761	657.318.636
15-08-12	0,2245%	0,5875%	-0,1716%	0,3014%	438.374.080	675.332.523
16-08-12	0,4087%	-0,0453%	-0,0485%	0,2268%	329.959.988	675.940.002
17-08-12	-0,2063%	-0,4666%	-0,5909%	-0,3216%	-467.823.813	680.545.085
22-08-12	0,0224%	0,7145%	-0,2129%	0,2158%	313.837.444	683.705.557

23-08-12	-0,1788%	0,6146%	0,0044%	0,0837%	121.686.268	683.895.027
24-08-12	-0,1343%	0,6378%	0,7601%	0,1855%	269.870.913	684.509.296
27-08-12	0,3306%	0,0714%	0,3441%	0,2515%	365.817.871	685.050.187
28-08-12	0,0726%	0,0580%	-0,1099%	0,0516%	75.127.320	688.613.239
29-08-12	0,0670%	0,1649%	0,2201%	0,1111%	161.629.786	707.857.728
31-08-12	0,7921%	0,9345%	0,8125%	0,8380%	1.219.001.332	717.416.915
03-09-12	0,2269%	0,2954%	0,3049%	0,2551%	371.136.626	724.514.458
04-09-12	0,0442%	0,1319%	0,2736%	0,0920%	133.833.565	726.117.985
05-09-12	-0,1490%	0,0527%	-0,2642%	-0,0969%	-140.887.776	728.407.428
06-09-12	0,3316%	-0,1272%	0,3518%	0,1912%	278.114.407	736.535.647
07-09-12	-0,3030%	0,3075%	-0,4154%	-0,1239%	-180.162.109	736.545.724
10-09-12	-0,6410%	-0,0307%	-1,1385%	-0,4966%	-722.300.225	738.498.948
11-09-12	-0,3337%	0,3724%	0,4440%	-0,0448%	-65.190.004	739.826.204
12-09-12	0,1562%	0,2488%	0,4245%	0,2091%	304.115.948	747.012.259
13-09-12	-0,0947%	0,6879%	0,2005%	0,1745%	253.776.981	761.124.456
14-09-12	0,4406%	0,5621%	0,6610%	0,4981%	724.514.458	763.595.387
17-09-12	-0,8273%	0,3268%	-1,1492%	-0,4985%	-725.093.540	767.499.880
18-09-12	0,1456%	0,4715%	-0,4371%	0,1942%	282.411.251	819.025.709
19-09-12	0,2516%	-0,0085%	-0,0790%	0,1412%	205.363.162	824.897.147
20-09-12	-0,5297%	-0,8191%	-0,9138%	-0,6540%	-951.326.621	840.176.590
21-09-12	0,5045%	-0,0817%	1,4676%	0,4095%	595.613.889	844.977.031
24-09-12	-0,3458%	-0,0689%	-0,3365%	-0,2591%	-376.929.531	856.011.276
25-09-12	0,2743%	-0,2929%	0,4867%	0,1175%	170.983.588	877.098.104
26-09-12	-0,3126%	-0,3068%	0,0175%	-0,2811%	-408.852.833	878.257.403
27-09-12	-0,0392%	-0,4767%	0,0436%	-0,1674%	-243.464.551	880.730.683
28-09-12	-0,1793%	-0,1524%	-0,1570%	-0,1689%	-245.719.457	883.979.008
01-10-12	0,1515%	0,6804%	0,2489%	0,3242%	471.615.488	891.129.120
02-10-12	0,1905%	-0,2036%	-0,2701%	0,0269%	39.100.630	903.520.384
03-10-12	-0,2125%	0,0130%	-0,4019%	-0,1596%	-232.214.645	914.396.620
04-10-12	0,0112%	0,0347%	-0,1667%	0,0025%	3.620.108	929.371.023
05-10-12	0,7173%	0,9501%	0,2944%	0,7514%	1.092.994.309	933.370.717
08-10-12	-0,4451%	0,0473%	-0,3285%	-0,2820%	-410.164.709	944.168.805
09-10-12	0,6595%	0,2620%	1,0020%	0,5671%	824.897.147	944.471.511
10-10-12	0,2832%	0,1200%	0,2045%	0,2255%	327.997.329	945.724.093
11-10-12	0,1107%	-0,3809%	0,0955%	-0,0430%	-62.593.571	951.268.136
12-10-12	-0,2378%	-0,0687%	-0,1215%	-0,1749%	-254.440.329	976.018.144
15-10-12	-0,2772%	0,3009%	-0,5733%	-0,1246%	-181.279.346	976.546.016
16-10-12	0,1056%	0,0386%	-0,2097%	0,0565%	82.122.266	981.514.521
17-10-12	-0,0222%	0,3556%	-0,2364%	0,0756%	110.006.876	1.019.122.731
18-10-12	-0,4277%	0,3842%	-0,2501%	-0,1600%	-232.759.100	1.042.754.717
19-10-12	-0,0781%	-0,1659%	-0,7171%	-0,1628%	-236.814.910	1.071.473.558
22-10-12	-0,1284%	-0,5325%	-0,1905%	-0,2592%	-377.100.461	1.075.079.525

23-10-12	-0,1509%	-0,1242%	-0,7813%	-0,1994%	-290.003.858	1.079.015.114
24-10-12	0,2911%	0,0343%	0,2192%	0,2050%	298.231.665	1.080.246.132
30-10-12	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0	1.085.441.998
31-10-12	0,0726%	-0,4886%	0,5715%	-0,0565%	-82.197.399	1.092.994.309
01-11-12	-0,4183%	-0,0258%	-0,8967%	-0,3397%	-494.151.698	1.107.810.988
02-11-12	-0,0616%	-0,4179%	-0,3046%	-0,1939%	-282.100.299	1.110.404.332
05-11-12	-0,1289%	-0,6706%	-0,5167%	-0,3317%	-482.544.924	1.111.684.252
06-11-12	-0,0954%	-0,8407%	-0,0090%	-0,3187%	-463.521.873	1.122.178.036
07-11-12	-0,6741%	-0,6589%	-0,5962%	-0,6624%	-963.474.454	1.128.557.089
08-11-12	-0,0057%	0,1769%	-0,0318%	0,0486%	70.656.691	1.142.595.746
09-11-12	0,4525%	-0,1280%	0,8591%	0,3091%	449.628.803	1.153.249.713
12-11-12	0,2646%	0,1635%	1,0500%	0,3040%	442.152.833	1.165.193.714
13-11-12	0,4212%	0,3530%	0,1873%	0,3790%	551.264.264	1.168.224.653
14-11-12	0,4753%	0,2198%	0,5475%	0,4026%	585.641.993	1.178.079.933
15-11-12	-0,1781%	0,2325%	-0,9430%	-0,1196%	-174.028.851	1.202.841.806
16-11-12	-0,0948%	0,0569%	-1,4123%	-0,1663%	-241.949.465	1.219.001.332
19-11-12	0,0502%	-0,0919%	0,0363%	0,0049%	7.157.525	1.264.082.760
20-11-12	0,0223%	0,2364%	-0,0906%	0,0785%	114.227.196	1.275.681.826
21-11-12	-0,1338%	0,1922%	-0,3629%	-0,0534%	-77.641.270	1.281.197.379
22-11-12	-0,0168%	-0,1308%	-1,0880%	-0,1485%	-216.033.657	1.294.124.073
23-11-12	0,0223%	0,6156%	-0,4510%	0,1636%	238.021.338	1.297.597.302
26-11-12	-0,0391%	0,2256%	0,4253%	0,0848%	123.308.937	1.302.230.997
27-11-12	-0,2123%	0,2641%	0,0138%	-0,0443%	-64.368.628	1.309.383.551
28-11-12	-0,0448%	-0,0907%	-0,1151%	-0,0653%	-95.035.961	1.317.097.286
29-11-12	-0,0672%	-0,4408%	0,2949%	-0,1504%	-218.815.729	1.346.799.354
30-11-12	-0,2634%	0,3082%	-0,5973%	-0,1163%	-169.100.249	1.359.461.296
03-12-12	-0,1292%	0,0260%	-0,7719%	-0,1390%	-202.138.517	1.388.331.295
04-12-12	0,0956%	0,3548%	0,6708%	0,2277%	331.261.876	1.417.505.106
05-12-12	-0,1012%	0,1983%	0,1388%	0,0133%	19.294.996	1.418.850.505
06-12-12	-0,0506%	0,0559%	-0,3142%	-0,0413%	-60.108.779	1.548.356.024
07-12-12	0,2533%	0,0774%	0,0046%	0,1764%	256.596.691	1.587.226.558
10-12-12	0,1123%	-0,9840%	0,1020%	-0,2285%	-332.333.387	1.587.705.217
11-12-12	-0,0056%	-0,0998%	0,2130%	-0,0151%	-22.016.523	1.588.117.789
12-12-12	-0,3197%	0,1477%	-0,5822%	-0,1984%	-288.658.880	1.638.050.995
13-12-12	-0,3545%	0,0390%	-0,8645%	-0,2784%	-404.968.276	1.653.958.939
14-12-12	-0,0113%	0,3078%	-0,6845%	0,0271%	39.346.854	1.685.839.519
17-12-12	0,1807%	0,3501%	-0,1841%	0,2004%	291.507.920	1.717.256.671
18-12-12	0,0507%	0,5901%	-0,0047%	0,2130%	309.757.366	1.754.088.299
19-12-12	-0,0113%	0,1199%	-0,1324%	0,0185%	26.893.465	1.795.752.103
20-12-12	-0,1352%	0,5988%	-0,7719%	0,0350%	50.907.448	1.806.851.158
21-12-12	0,2370%	0,0383%	0,6682%	0,2142%	311.573.894	1.815.131.564
24-12-12	0,5967%	0,3187%	0,5499%	0,5064%	736.535.647	1.881.084.587

25-12-12	0,1343%	0,1949%	-0,2735%	0,1164%	169.292.788	2.055.729.240
26-12-12	-0,0894%	-0,2748%	-0,4822%	-0,1823%	-265.101.519	2.152.658.724
27-12-12	-0,1622%	-0,0848%	-0,8694%	-0,2019%	-293.630.148	2.172.105.187
28-12-12	-0,1065%	0,3861%	-0,5559%	0,0058%	8.436.777	2.309.549.947
31-12-12	-0,0168%	-0,5918%	-0,4530%	-0,2343%	-340.842.743	3.784.737.658

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Okan Süler
Doğum Tarihi : 18.01.1981
Doğum Yeri : Düzce
Lisans : Balıkesir Üniversitesi İktisat Bölümü
Mezuniyet Tarihi : 2005
Yabancı Dil : İngilizce
İş Deneyimleri : Ocak 2009 – Halen Devam Ediyor
T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı – Hazine Kontrolörü
Kasım 2007 – Ocak 2009
T.C. Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığı – Gelir
Uzman Yardımcısı
Eylül 2006 – Kasım 2007
Türkiye Garanti Bankası A.Ş. – Müşteri Temsilcisi