

Kutu 2.4

2022 Yılında Yapılan Düzenlemelerin Kamu Borçlanma Yapısına Yansımaları

2022 yılında merkezi yönetim bütçesi, 139,1 milyar TL açık vermiştir. Bütçe açığının milli gelire oranının OVP (2023-2025)'te verilen gerçekleşme tahmininin oldukça altında kaldığı tahmin edilmektedir. Bütçenin bu güçlü performansında gelirlerdeki yüksek seyir ile harcamalardaki disiplin etkili olmuştur.

2022 yılında yapılan net iç borçlanma tutarı 362,1 milyar TL, net dış borçlanma tutarı 75,2 milyar TL olmuştur. İç borçlanmada 2022 yılı finansman programı öngörülerini aşmış¹ ve yılın tamamında toplam iç borç çevirme oranı yüzde 132,3 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılı bütçe açığı gerçekleşmesinin OVP gerçekleşme tahmininin oldukça altında kalmasına rağmen, piyasa koşulları değerlendirilerek öngörülenin üzerinde borçlanma yapılmış ve 2023 yılına güçlü nakit birikimiyle girilmiştir.

Yapılan borçlanmaların ileride bütçeye ve borç stokuna getireceği yük, borç servisi hesaplanarak değerlendirilebilir. Burada iç borçlanmanın tutarı kadar, enstrümanlara dağılımı yani borçlanmanın kompozisyonu da önem taşımaktadır. 2003 yılından itibaren stratejik ölçütler çerçevesinde yürütülen borçlanma politikası sonucunda, kamu borç stokunun döviz kuru, faiz ve likidite risklerine karşı hassasiyeti önemli ölçüde azaltılmıştır. Bu strateji çerçevesinde 2022 yılı iç borçlanmalarında döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerin payı belirgin olarak gerilemiş, başta sabit kuponlu senetler olmak üzere TÜFE'ye endeksli, değişken faizli ve kuponsuz borçlanma yapılmıştır. Borçlanmanın enflasyona endeksli senetler yerine ağırlıklı olarak sabit kuponlu senetler yoluyla yapılması ilerleyen dönemlerde yapılacak faiz ödemelerinin fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen değişimlerden daha az etkilenmesini sağlayacaktır. Göreli olarak düşük faiz ortamının olduğu bir ortamda sabit kuponlu senetler yoluyla uzun vadeli borçlanma yapılması hem ilerleyen dönemde borç servisi kapsamında yapılacak ödemelerin öngörülebilirliğini artıracak hem de mevcut borcun düşük finansman maliyetleri ile yeniden çevrilmesi noktasında olumlu bir katkı sunacaktır.

Öte yandan yıl boyunca yapılan sabit kuponlu ve TÜFE'ye endeksli borçlanmaların tutarında da bir değişim olduğu dikkat çekmektedir. Yılın ilk dört ayında bu iki enstrümanla yapılan borçlanmaların tutarı aynı iken, mayıs-aralık döneminde sabit kuponlu senetler lehine belirgin bir artış olmuştur (Tablo 1). Bu gelişimde TCMB'nin son dönemde liralasma ve parasal aktarımı hedefleyen politikaları kapsamında yaptığı teminat ve likidite politikalarına yönelik düzenlemeler de etkili olmuştur. 2022 yılında, Liralasma Stratejisi çerçevesinde TCMB tarafından sağlanan TL fonlaması karşılığında teminata kabul edilen kıymetlerde TL cinsi varlıkların payının artırılmasına yönelik bir dizi düzenleme yapılmıştır. Teminat sisteminde minimum DİBS bulundurma koşulu mayıs, haziran ve temmuz aylarında alınan kararlarla kademeli olarak arttırılmış ve temmuz itibarıyla yüzde 50'ye çıkarılmıştır. Aynı zamanda teminat sisteminde uygulanan iskonto oranları da TL cinsi varlıkların payının artırılmasını destekleyecek şekilde değiştirilmiştir. Buna göre endeksli kıymetler ile döviz ve altın cinsinden teminata konu olan varlıkların teminat iskonto oranları yüzde 5 seviyesinden mayısta yüzde 15, haziranda yüzde 30, temmuzda yüzde 50, eylülde yüzde 60 ve ocak 2023'te de yüzde 70'e yükseltilmiştir. Temelde parasal aktarımı güçlendirmeyi amaçlayan bu düzenlemelerin bir olumlu etkisi de TÜFE'ye endeksli senetlere olan talebin sabit faizli senetlere kayması olmuştur. Nitekim 2022 yılının ilk dört ayında sabit kuponlu senetler yoluyla yapılan ihraç tutarı 57 milyar TL iken yılın geriye kalan döneminde (mayıs-aralık 2022) bu tutar 322,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Aynı dönemde enflasyona endeksli senetler ise 56,5 milyar TL'den 22,9 milyar TL'ye gerilemiştir (Tablo 1).

¹ 2022 yılı Hazine Finansman Programı'nda 2022 yılı iç borç çevirme oranı yüzde 103,0 olarak öngörülmüştür.

Tablo 1: Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 2022 Yılında Sabit Kuponlu ve TÜFE'ye Endeksli Senetlerle Yaptığı İç Borçlanma Tutarı

	Ocak-Nisan 2022	Mayıs-Aralık 2022	Ocak-Aralık 2022
Sabit Kuponlu Senetler (Milyar TL)	57,0	322,4	379,4
TÜFE'ye Endeksli Senetler (Milyar TL)	56,5	22,9	79,4
Sabit Kuponlu / TÜFE'ye Endeksli	1,0	14,1	4,8

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Sabit kuponlu senetlerde kupon ödeme tarihlerinde standart tutarda faiz ödemesi² yapılmaktadır. TÜFE'ye endeksli senetlerde ise kupon ödeme tarihlerinde standart tutarda faiz ödemesi yapılırken, itfa tarihinde standart tutarda faiz ödemesine anaparanın vade sonunda enflasyon oranı kadar artan kısmı ilave edilmektedir. Böylelikle itfa tarihinde yapılan faiz ödemeleri çok yüksek tutarlara ulaşabilmektedir. 23 Şubat 2022 ve sonrasında ihraç edilen TÜFE'ye endeksli senetlerin kupon oranı yüzde 0 olup, faiz ödemesinin yalnızca itfa tarihinde anapara üzerinden ödenecek tutardan oluşacağı not edilmelidir.

Burada sonuçları sunulan analizde 2022 yılı mayıs-aralık döneminde sabit kuponlu ve TÜFE'ye endeksli senetlerin borçlanma tutarlarında meydana gelen sabit kuponlu senetler lehine kaymanın faiz ödemelerine olan etkisi incelenmiştir. Diğer bir deyişle 2022 yılı mayıs-aralık döneminde yapılan sabit kuponlu borçlanmaların TÜFE'ye endeksli borçlanmalara payı gerçekte olduğu gibi 14'te biri yerine, yılın ilk dört ayında olduğu gibi yarı yarıya olsaydı faiz ödemelerinin tutarı ne olurdu sorusunun cevabı aranmıştır. Bunun için, gerçekleşenin aksine söz konusu dönemde bu iki senet türüyle yapılan borçlanma tutarları aynı olsaydı varsayımı altında (ihraç edilen sabit kuponlu senetlerin nominal toplam satışları azaltılırken, TÜFE'ye endeksli senetlerin nominal toplam satışları artırılarak) hesaplamalar yapılmıştır. Burada önem taşıyan bir unsur da enflasyon patikasının belirlenmesidir. TÜFE patikası oluşturulurken ilk üç yıl için OVP (2023-2025) öngörülerini, takip eden yıllarda ise TCMB'nin enflasyon hedefi olan yüzde 5 oranı kullanılmıştır.

Yukarıda da belirtildiği gibi bahsi geçen dönemde ihraç edilen TÜFE'ye endeksli senetlerin kupon oranı sıfırdır. Kupon ödeme dönemlerinde bu senetler için faiz ödemesi yapılmaması ilk bakışta bu şekilde borçlanmanın daha avantajlı olduğu algısı yaratmaktadır. Ancak senetlerin itfa tarihlerinde anaparanın vade sonunda enflasyon oranı kadar artan kısmı faiz gideri olarak kaydedildiğinde maliyetin gerçek boyutu anlaşılmaktadır. Bu nedenle faiz maliyeti hesaplanırken birkaç yıllık bir dönemi almak yanıltıcı olacağından hem sabit kuponlu hem de TÜFE'ye endeksli senetler için ocak 2023 ile senetlerin itfa tarihi arasındaki dönem alınmıştır. 2022 yılı aralık ayı itibarıyla sabit kuponlu ve TÜFE'ye endeksli senetlerde en ileri itfa tarihleri sırasıyla 13 Ekim 2032 ve 4 Ağustos 2032'dir. Dolayısıyla maliyet hesabı ocak 2023 – ekim 2032 dönemi için yapılmıştır.

Ele alınan dönemde meydana gelen TÜFE'ye endeksli borçlanmadan sabit borçlanmaya kaymanın, söz konusu kayma olmayıp yılın ilk dört ayındaki gibi eşit tutarda borçlanma yapılması durumunda 2032 yılı ekim ayı sonuna kadar ödenecek toplam faiz miktarını tahminen 136 milyar TL civarında azaltarak, önemli bir tasarruf sağladığı düşünülmektedir. Bu tutar değerlendirilirken hesaplamaların yalnızca sekiz aylık bir döneme ilişkin olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. 2022 yılını takip eden senelerde TÜFE'ye endeksli senetlerle yüksek tutarlı borçlanmalar yapılmaya devam edilmesi durumunda enflasyonun seyrine bağlı olarak maliyetlerin birikerek, çok daha yüksek seviyelere ulaşacağı not edilmelidir.

Özetle, TCMB'nin son dönemde parasal aktarımı güçlendirmek amacıyla uygulamaya koyduğu teminat ve likidite politikalarına yönelik düzenlemelerin de etkisiyle borçlanma kompozisyonunda meydana gelen değişim gelecek dönemdeki faiz maliyetini azaltmıştır. Bu da bütçenin gelecek yıllardaki faiz giderlerini azaltacak, Hazine'nin borç servisi yükümlülüğünü ve borçlanma ihtiyacını olumlu yönde etkileyecektir. Böylelikle Liralaşma Stratejisi kapsamında yapılan parasal aktarımı gözetilen bu düzenlemeler kamu mali duruşuna da önemli bir katkı sağlayacaktır.

² Standart tutarda faiz ödemesi= anapara*kupon oranı